

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**MESTRADO EM CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho
de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon**

Euriteca Nunes Rodrigues

ORIENTAÇÃO: Professor Doutor Pedro Verga Matos

JÚRI:

PRESIDENTE: Professora Doutora Cristina Belmira Gaio Martins Da Silva

VOGAIS: Professor Doutor José Miguel Aragão Celestino Soares
Professor Doutor Pedro Verga Matos

Maio de 2012

*“A razão existiu sempre,
mas nem sempre numa forma razoável”*

Karl Marx (1818-1883)

AGRADECIMENTOS

Muitas vezes, é difícil expressar a gratidão que temos pelas pessoas que, de uma forma directa ou indirecta, nos fornecem referenciais que nos permitem realizar trabalhos como este.

Deixo aqui, de uma forma geral, agradecimentos a todos aqueles que comigo trabalharam, que me ensinaram, e que permitiram enriquecer esta tese.

Ao Professor Doutor Pedro Verga Matos pela sua disponibilidade, pela sua forma de trabalhar positiva, amigável e exigente, pessoa que muito contribuiu para a conclusão deste trabalho.

Ao Professor Eduardo Couto e ao Professor António Samagaio pela direcção atenta e cada vez mais cuidada do mestrado e pelas orientações iniciais que me deram, que permitiu direccionar-me para este tema.

Ao Professor Doutor João Carvalho das Neves, pelos conselhos técnicos e académicos que me deu e pelo seu contributo muito breve a este trabalho.

Agradeço, de forma especial, ao Professor Justino Pinto de Andrade pelos ensinamentos e orientações que me deu durante a licenciatura que me acompanham até hoje na vida académica e me suscitaram a curiosidade e a vontade contínua de aprender.

Por fim, a minha família que sempre esteve presente de uma forma geral. Ao meu pai, José Rodrigues, pelo apoio e força que me deu. A minha mãe, Teresa Rodrigues, pela sua paciência e carinho. Ao meu esposo, Mauro André, pela presença, apoio e carinho. Aos meus irmãos Camilo, Yablonsky, Zieman, Solange e Zamora pela força que me deram. E em especial a minha madrinha Margarida pelo seu acompanhamento.

Lisboa, Fevereiro de 2011.

RESUMO

O governo das sociedades é um dos assuntos actualmente mais presentes nos debates empresariais. Os escândalos financeiros de empresas como a ENRON e a WORLDCOM, e o papel dos seus executivos levaram a que fosse dada mais atenção a esse tema. Estudos e debates sobre a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das sociedades são cada vez mais realizados. Vários códigos vão sendo elaborados com o intuito de moldar as estruturas de governo das sociedades. Em Portugal destacam-se as Directrizes Comunitárias, os regulamentos da CMVM e o Código das Sociedades Comerciais. Este trabalho visa contribuir para os estudos sobre o governo das sociedades no que toca a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho da empresa. Para tal foram analisadas 38 empresas cotadas na Euronext Lisbon no período entre 2006 e 2009. As variáveis sobre o conselho de administração consideradas foram: tamanho e independência. As variáveis sobre o desempenho analisadas foram Rotação do Activo Líquido e a Rendibilidade do Activo Total.

Palavras-chave: Governo das sociedades, Conselho de Administração, Composição, Independência e Desempenho.

ABSTRACT

Corporate governance is one of the currently issues present in most business discussions. The financial scandals at companies such as Enron and WorldCom and the role of its executives have led to it being given more attention to this subject. Studies and discussions on the relationship between the characteristics of the board and corporate performance are increasingly made. Several codes are being developed in order to shape the structures of corporate governance. In Portugal, there are the UE directives, the CMVM regulations and Code Companies. This paper aims to contribute to studies on corporate governance with regard to the relationship between the board characteristics and performance company. To this end, we analyzed 38 companies listed on Euronext Lisbon between 2006 and 2009. The variables on the board of directors considered are: size and independence. The performance's variables analyzed are Rotation of Net Assets. .

Keywords: Corporate Governance, Board, Composition, Independence and Performance.

SUMÁRIO

ÍNDICE DOS QUADROS	9
ÍNDICE DE GRÁFICOS	10
ÍNDICE DE FIGURAS	11
LISTA DE SIGLAS.....	12
CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	15
2.1. O Governo das Sociedades e a Teoria da Agência	15
2.1.1. Governo das Sociedades	15
2.1.2. Teoria da Agência	17
2.2. Os Princípios do Governo das Sociedades	20
2.2.1. Relatório de Cadbury.....	20
2.2.2. Relatório de Hampel	21
2.2.3. Relatório da OCDE	22
2.2.4. Lei Sarbanes-Oxley Act	22
2.2.5. Relatório Higgs	23
2.3. O Governo das Sociedades no Mundo	23
2.4. Governo das Sociedades em Portugal.....	31
2.4.1. Código das Sociedades Comerciais	32
2.4.2. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.....	34
2.5. O Conselho de Administração	36
2.5.1. Enquadramento.....	36
2.5.2. Dimensão.....	39
2.5.3. Composição e Independência	40
2.5.4. A Remuneração do Conselho de Administração	44
CAPÍTULO 3. ANÁLISE IMPÍRICA	47

3.1. Objectivos do Estudo.....	47
3.2. Definição das Hipóteses	47
3.3. Estudo Empírico	48
3.3.1. Definição da Amostra	48
3.3.2. Apresentação das Variáveis	49
3.3.2.1. Variáveis de Dependentes.....	49
3.3.2.2. Variáveis Independentes.....	50
3.3.3. Metodologia do Estudo	51
3.3.3.1. Coeficiente Correlação Linear	51
3.3.2. Modelo de Regressão Linear	52
3.4. Análise dos Resultados.....	53
3.4.1. Apresentação dos dados	53
3.4.2. Variáveis Descritivas.....	58
3.4.3. Regressão Múltipla: Análise da relação entre Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas	60
CAPÍTULO 4. CONCLUSÃO E FUTURAS INVESTIGAÇÕES	71
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	74
ANEXOS	78

ÍNDICE DOS QUADROS

Quadro1. Tamanho e composição média do conselho de administração.....	54
Quadro2. Grau de independência do conselho de administração	54
Quadro 3. Percentagem de membros independentes nos conselho de administração.....	55
Quadro 4. Análise da variável de desempenho rotação das vendas	56
Quadro 5. Análise da variável de desempenho ROA	57
Quadro 6. Variáveis do Conselho de Administração.....	58
Quadro 7. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2006	60
Quadro 8. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2006 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)	61
Quadro 9. Testes aos modelos estimados 2006	62
Quadro 10. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2007	63
Quadro 11. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2007 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)	64
Quadro 12. Testes aos modelos estimados 2007	65
Quadro 13. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2008	66
Quadro 14. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2008 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)	67
Quadro 15. Testes aos modelos estimados 2008	68
Quadro 16. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2009	68
Quadro 17. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2009 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon).	69
Quadro 18. Testes aos modelos estimados 2009	70

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Independência do Conselho de Administração	55
Gráfico 2. Evolução media da variável de desempenho Rotação das vendas	57
Gráfico 3. Evolução media da variável de desempenho ROA	58

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. O governo das sociedades e a teoria da agência	18
Figura 2. O processo de decisão na administração	19

LISTA DE SIGLAS

CA – Conselho de Administração

CALPERS – California Public Employees Retirement System

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EUA – Estados Unidos da América

MRL – Modelo de Regressão Linear

NYSE – New York Stock Exchange

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PSI – Portugal Stock Index

RO – Resultado Operacional

ROA – Rendibilidade do Activo Total

SEC – Security Exchange Commission

UE – União Europeia

CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO

O governo das sociedades é um conjunto de mecanismos a partir dos quais as sociedades são geridas e controladas (Relatório do Comité de Cadbury, 1992). Trata-se de um conjunto de políticas e práticas que permitem acompanhar e controlar a actuação dos gestores e proteger os interesses dos investidores. Este pode ser adoptado como um sistema para promover a justiça, a transparência e a responsabilidade das empresas.

Com os escândalos financeiros, a confiança e a credibilidade da gestão das empresas foram postas em causa. Houve a necessidade de aumentar a transparência e de separar os poderes de quem administra dos que controlam. Desse modo, surge a teoria da agência que permite analisar os conflitos de interesses entre os investidores do capital e os seus gestores.

A evolução natural do mercado financeiro, as suas incertezas e crises financeiras, levaram a que o governo das sociedades fosse, cada vez mais, objecto de estudos e debates, nomeadamente sobre a influência das características dos conselhos de administração na performance das empresas. Esta influência é tida em conta quando se analisa a eficiência do governo das sociedades.

Os aspectos mais abordados, ao analisar o conselho de administração, têm a ver com a divulgação das suas práticas, a transparência dos seus actos, a sua composição e independência a sua dimensão, e a sua remuneração (Yemarck, 1996; Baghat e Black, 1999)

Este trabalho tem como objectivo geral analisar se o desempenho das empresas cotadas na Euronext Lisbon depende das características dos conselhos de administração das mesmas. De forma mais específica este trabalho pretende auferir de que forma o desempenho da empresa depende (I) da dimensão do conselho de administração e (II) da existência de membros independentes no conselho de administração.

Para realização do estudo, foi considerada uma amostra de 38 empresas do índice PSI¹ no período que vai de 2006 a 2009. Foi constituída uma base de dados a partir de

¹ PSI: índice português das empresas cotadas na Euronex Lisbon.

informação sobre o conselho de administração e informação sobre variáveis de desempenho das empresas da amostra. Esta informação foi recolhida dos Relatórios e Contas e dos Relatórios de Governo das Sociedades das empresas da amostra, de acordo com o Regulamento nº7/2001 CMVM².

Este trabalho é composto quatro capítulos. No capítulo seguinte, é feito um enquadramento teórico com revisão bibliográfica sobre os principais temas para o objecto de estudo nomeadamente: o governo das sociedades; a teoria da agência e a importância particular do conselho de administração no governo das sociedades. No terceiro capítulo, realiza-se uma análise empírica dos dados a partir da apresentação da das hipóteses do estudo, a apresentação da amostra, definição das variáveis e apresentação dos resultados. As conclusões e as recomendações para futuras investigações são apresentadas no quarto capítulo.

²De acordo com este regulamento as empresas cotadas na Euronext Lisbon passaram a incluir mais informação relativa ao governo da empresa, de modo a promover a igualdade e transparência da informação.

CAPÍTULO 2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1. O Governo das Sociedades e a Teoria da Agência

2.1.1. Governo das Sociedades

O conceito governo das sociedades é recente, pouco definido e ainda com as fronteiras imprecisas. Este conceito tem sido utilizado para descrever a democracia dos accionistas e como deve ser definida a estrutura para seguir o bem de todos os interessados. Assim, o governo das Sociedades tem a ver com a forma como investidores de capital garantem os seus retornos (Shleifer e Vishny, 1997).

Segundo Davis (2005), o governo das sociedades é um sistema que serve para otimizar o contributo de várias partes distintas por um único fim partilhado por todos. Este sistema permite acompanhar a administração da empresa e zelar pelo seu interesse e dos seus investidores. Este autor defende ainda que o desenvolvimento que se tem verificado nos sistemas de governo das sociedades tem como origem a necessidade de satisfazer as expectativas dos accionistas, pois estas estavam a perder a importância devida.

Outros autores consideram que o governo das sociedades é a forma como os auditores e gestores tratam as suas responsabilidades para com os accionistas da empresa (La Porta et al., 1999).

Segundo a OCDE, o governo das sociedades consiste numa estrutura das relações e correspondentes responsabilidades entre um grupo nuclear composto por accionistas, membros do conselho de administração e gestores que está concebido para promover da melhor forma o desempenho competitivo necessário para alcançar os principais objectivos da empresa (Relatório da OCDE, 1998). Esta estrutura fornece uma arquitectura de responsabilização – processos para assegurar que as empresas são geridas de acordo com os interesses dos seus proprietários (Relatório Higgs, 2002).

O comité de Cadbury, por sua vez, considera que a estrutura do governo das sociedades especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes

participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais (Relatório de Cadbury, 1992). Esta tomada de decisões é orientada por mecanismos que permitem compreender se as sociedades são ou não bem governadas. E as boas práticas de governo da sociedade levam a reduzir a assimetria de informação entre a empresa e os seus stakeholders³.

Dessa forma, pode-se dizer que o tratamento justo de todos os accionistas, a transparência⁴ das operações e a exigência de responsabilidades ao conselho de administração fazem parte dos objectivos do governo das sociedades.

Santos (2003) afirma que para uma política de governo das sociedade ser considerada adequada deve:

- “I. Garantir a transparência;
- II. Assegurar a defesa dos accionistas e dos credores;
- III. Responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objectivos e pelas violações à lei;
- IV. Não impedir a maximização da performance;
- V. Ser conforme os standards internacionais;
- VI. Ser ajustada à realidade do país.”

Davis (2005) reforça que a existência de transparência aumenta o nível de confiança e permite a empresa operar numa estrutura baseada em princípios. Dessa forma, pode-se dizer que a relação entre o governo das sociedades e o desempenho das organizações é de grande importância e deve ser tida em conta quando se avalia as empresas.

³ Stakeholders: termo utilizado para descrever as partes interessadas na empresa, compreende os accionistas, clientes, empregados, fornecedores, governo, entidades reguladoras, conselho de administração, distribuidores e a sociedade em geral.

⁴ Transparência é o termo usado para abordar o nível de responsabilidade e de abertura para com os outros.

Das várias definições de governo das sociedades existentes a que mais se aproxima a sua génese é a que o identifica como um conjunto de restrições e limitações, aplicados pelos accionistas sobre os gestores ou pelos gestores sobre si próprios, que visam diminuir a má aplicação de recursos e motivar os accionistas (Silveira, 2002). Assim, o governo das sociedades pode ser visto como um conjunto de práticas que procuram reduzir os conflitos entre os gestores e accionistas (Almeida e Ness Jr, 2002).

2.1.2. Teoria da Agência

Ao falar do governo das sociedades uma das abordagens relevantes a ter em conta é a teoria da agência. Esta teoria visa analisar os conflitos de interesses resultantes da relação entre os proprietários da empresa (accionista) e os seus agentes (administradores). Na base desse conflito de interesses está a assimetria de informação entre o agente e o accionista (Matos, 2010).

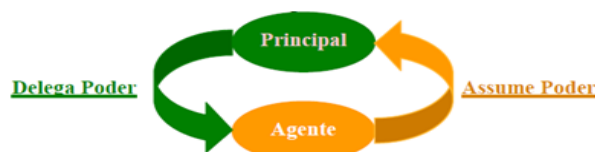
O trabalho de Jensen e Meckling (1976) foi um dos primeiros na pesquisa do problema de agência e procurou analisar a “relação de agência. O problema da agência tem lugar a partir do momento em que o agente passa a actuar em função dos seus interesses pessoais, em vez de actuar em função dos interesses do accionista (principal). Assim, para responder a esse conflito e evitar a expropriação da riqueza do accionista pelos gestores passa a ser necessário um conjunto de práticas de governo das sociedades (Almeida e Ness Jr, 2002).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como: um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão. Os autores defendem que relação entre accionistas e gestores devem ser reguladas através da criação de um contrato que permita equilibrar o poder entre as partes interessadas e a consequente exigência de responsabilidades.

A teoria económica tradicional aponta a teoria da agência como génese dos mecanismos de governo das sociedades. Esta teoria menciona que se devem criar mecanismos eficientes para alinhar os interesses dos agentes aos dos proprietários. Jensen e

Meckling (1976) defendem que a relação de agência é um contrato em que o dono do capital nomeia um ou mais agentes para administra-lo mediante a delegação de poderes. Estes afirmam que existe a necessidade de separar os poderes de quem administra dos que gerem a empresa.

Figura 1. O governo das sociedades e a teoria da agência



Fonte: Cunha, V. (2005)⁵

Como mostra a figura 1, as regras do governo das sociedades procuram estabelecer a subordinação dos interesses dos gestores aos dos accionistas. Essa subordinação de interesses permite reforçar a segurança e a confiança dos mercados, tornando-se um diferencial em relação a concorrência⁶.

Nesta relação estão envolvidos objectivos e interesses diferentes das partes envolvidas que podem dar lugar a assimetria de informação⁷, que é muitas vezes reflectida na remuneração dos executivos. E para a resolução desses conflitos deve haver um aumento do nível de informação com qualidade e o acompanhamento dos comportamentos dos que gerem e controlam a empresa. Dessa forma, O governo das sociedades leva a adopção de algumas regras que permite a gestão dos conflitos de interesses entre gestores e proprietários.

Para Jensen e Meckling (1976), a relação entre gestores e accionistas pode se tornar complexa pela necessidade de separação entre a gestão e o controlo da empresa. Fama e Jensen (1993) complementam dizendo que o processo de decisão está ligado aos

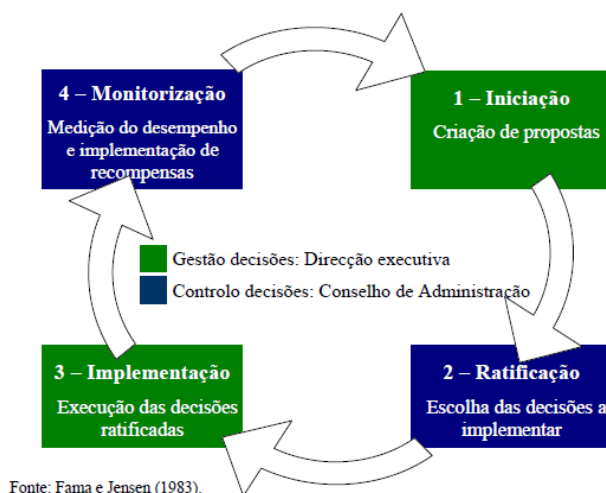
⁵ Cunha, V. L.(2005), Tese de Mestrado “ O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas”.

⁶ Segundo o trabalho realizado por Fernando F. Teixeira dos Santos Presidente da CMVM com o tema “A Informação, a Gestão e as Empresas Cotadas”, em 2003.

⁷ A assimetria de informação tem lugar quando, na relação entre os agentes económicos, uma ou mais partes detêm mais informações relevantes ou qualitativamente superiores em relação as outras.

problemas de agência. Segundo estes autores, as decisões passam pelas seguintes etapas: Criação de propostas, a escolha das decisões, execução das decisões e análise do desempenho e a atribuição de recompensas.

Figura 2. O processo de decisão na administração



As etapas um e três (iniciação e implementação das decisões) devem ser implementadas pelos membros executivos, e podem ser combinadas. Estas duas fases têm denominação de etapas de gestão. Da mesma forma, as etapas dois e quatro (escolha das decisões e monitoramento) podem ser combinadas obtendo a denominação de decisões de controlo (Bhagat e Black, 1999). Para maior eficácia e sobrevivência da empresa, é necessário que haja uma separação das etapas de gestão das decisões de controlo, porém esta separação não precisa de ser total⁸.

⁸ Segundo os autores, para uma determinada decisão não pode haver exercício exclusivo de direito de gestão e de controle de decisão por parte de um agente.

2.2. Os Princípios do Governo das Sociedades

Os princípios governo das sociedades constituem bases de regulamentação jurídica sobre vários temas do governo das sociedades. Não são uma lei. São uma proposta de regulamentação que pode ser acolhida pelos tribunais, pelos legisladores e pela sociedade civil (Nunes, 2006).

Os códigos de governo das sociedades podem ter o carácter de recomendação ou de metas a atingir. Estas recomendações são de comportamentos mais apropriados para stakeholders de forma geral, e aos administradores forma mais específica.

De seguida serão enumerados os principais códigos de governo das sociedades a nível mundial.

2.2.1. Relatório de Cadbury

Um dos documentos base do governo das sociedades é o Relatório Cadbury. Para a sua elaboração, foi constituída uma comissão para elaborar um código com as melhores práticas de governo das sociedades pela bolsa de valores de Londres, em 1991. A comissão teve a denominação de Comissão de Cadbury, e era composta por membros da bolsa de valores de Londres, do Conselho de Relatórios Financeiros e da sociedade de Contabilistas da Inglaterra.

A elaboração do Relatório de Cadbury deveu-se a exigência, por parte do mercado, de propostas de boas práticas em matéria de governação de sociedades dirigidas a recuperar a confiança dos investidores e restituir a reputação do mercado financeiro. Este incluía o Código de Boa Conduta do Reino unido. Este último código é dividido em quatro partes, nomeadamente, deveres do conselho de administração; deveres dos administradores não-executivos; os deveres dos administradores executivos e sua remuneração; e divulgação e controlo de informação financeira. Uma das recomendações do Relatório Cadbury é a inclusão de administradores não executivos⁹.

⁹ Esta inclusão exige um mínimo de 3 administradores não executivos.

A divulgação do relatório de Cadbury foi em Dezembro de 1992. Posteriormente, este código foi alterado pelos seguintes documentos: o Relatório Greenbury¹⁰, o Relatório Hampel e o Combined Code. Estes abordavam a composição do conselho de administração, as responsabilidades dos seus membros e a importância dos membros independentes no conselho de administração.

2.2.2. Relatório de Hampel

Em Novembro de 1995, foi criada uma comissão pela bolsa de valores de Londres para avaliar a adopção do Relatório de Cadbury coordenada por Ronnie Hampel. Esta também tinha como funções analisar, sugerir possíveis alterações e incorporar os contributos provenientes do Relatório de Greenbury sobre matérias de remuneração. Como resultado deste trabalho, surgiu o relatório de Hampel, publicado em Janeiro de 1998.

O Relatório de Hampel assenta em princípios gerais, análises e desenvolvimentos dos resultados dos Relatórios de Cadbury e Greenbury. Este define duas vertentes dentro do governo das sociedades, nomeadamente, a de responsabilidade dos membros do conselho de administração e a de prosperidade do negócio¹¹.

Após o Relatório de Hampel surgiu o Combined Code que veio consolidar os princípios e recomendações dos três anteriores. Tal como o Relatório de Hampel, este foi produzido pelo comité de Hampel. A sua aplicação passou a fazer parte das exigências para as sociedades estarem cotadas na Bolsa de Londres (Steinberg, 2003). Este código abordou de forma extensiva o papel dos membros do conselho de administração.

¹⁰ Relatório de Greenbury: código foi criado em 1995, como consequência das limitações do Código de Cadbury nomeadamente nas matérias ligadas as remunerações dos administradores.

¹¹ Em linhas gerais, estas vertentes defendiam a atribuição aos administradores e gestores da responsabilidade pelos seus actos e a gestão das empresas numa perspectiva de continuidade do negócio.

2.2.3. Relatório da OCDE

O Governo das sociedades tem merecido atenção a nível dos organismos internacionais, entre os quais a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico). Em 1999, este organismo publicou os Princípios de governo das sociedades, que foram revistos em 2004. Estes princípios direccionam-se as sociedades anónimas financeiras e não financeiras e constituem um conjunto de práticas para a boa governação. Este relatório foi adoptado por cerca de 30 países membros da OCDE.

Este organismo defende que o governo das sociedades deve propiciar incentivos adequados para que os gestores e administradores prossigam objectivos que beneficiam a empresa e os seus accionistas (OCDE, 2004). Desse modo, as boas práticas de governo das sociedades contribuem para um crescimento sustentável e para outros indicadores de sucesso de longo prazo da empresa: ética empresarial e preocupação com as questões sociais e ambientais da comunidade.

Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades passaram a ser umas das principais referências do governo das sociedades a nível mundial. Estes são flexíveis e permitem orientar os estados aderentes.

Os principais aspectos mencionados nesses princípios são: os direitos dos investidores, a igualdade de tratamento dos accionistas, o papel dos diferentes investidores na empresa, os deveres de divulgação e o papel do conselho de administração.

2.2.4. Lei Sarbanes-Oxley Act

A Lei Sarbanes-Oxley Act é norte-americana e foi publicada em 23 de Janeiro de 2002. Esta lei estabeleceu um conjunto de preceitos para impedir condutas antiéticas por parte de administradores e auditores e consequentemente aumentar a credibilidade nas empresas de capital aberto (Garcia, 2005).

Na base da sua criação estavam os escândalos financeiros que envolveram grandes empresas norte-americanas¹². Estes escândalos revelaram situações de falsificação de

¹² Como foi o caso das empresas Enron e Worldcom.

demonstrações financeiras e utilização de empresas de auditoria para esconder os seus problemas. A Lei Sarbanes-Oxley proíbe as empresas norte-americanas de divulgar informações que possam ser interpretadas de forma confusa ou induzam a tal.

Esta lei surgiu com o intuito de restaurar a confiança no conselho de administrações das empresas e suas práticas, e consequentemente incentivar investimento na Bolsa de valores. As empresas passaram a ser obrigadas a elaborar avaliações anuais de controlo interno que passaram a ser certificadas por um auditor externo.

2.2.5. Relatório Higgs

O Relatório de Higgs foi publicado em 2003. Este possui um conjunto de recomendações, algumas destas relacionadas com o papel dos administradores não executivos e a forma como estes melhoram a diversidade na administração. Esta diversidade é considerada boa para as empresas quando se consegue captar as pessoas com as devidas aptidões, conhecimentos e experiências.

Segundo este relatório, o governo das sociedades constitui uma estrutura de responsabilidade que permite garantir que a empresa é gerida de acordo com os interesses dos seus accionistas.

2.3. O Governo das Sociedades no Mundo

O sistema de governo das sociedades é adoptado em vários países do mundo e a sua estrutura é influenciada por variáveis contextuais de cada país. Salientam-se os aspectos relacionados com o papel dos mercados financeiros, a estrutura de propriedade, o controlo empresarial e a sua origem continental ou anglo-saxónica.

Este sistema teve o seu início nos EUA e na Inglaterra. Estes dois países têm mercados de capital bem desenvolvidos. O termo governo das sociedades foi traduzido da expressão “corporate governance” que actualmente possui várias traduções em Português.

Inicialmente, o foco recaía sobre alguns órgãos já existentes naqueles países, tais como, os Conselhos de Administração, os Órgãos de Auditoria Independentes e a Comissões

de Valores Mobiliários. Com a aprovação da Lei norte-americana Sabarnex Oxley Act em 2002, as empresas foram obrigadas a adequar os seus controles internos, o padrão das demonstrações financeiras, a transparência e a divulgação de informação às novas exigências.

O sistema de governo das sociedades adoptado por uma empresa tem influências culturais, legais, económicas e sociais do país em que está inserida. Argumenta-se que o governo das sociedades com origem no direito continental tem problemas de base diferentes dos sistemas de origem anglo-saxónicas (Silveira, 2002).

De seguida faz-se uma abordagem do governo das sociedades em alguns países:

Alemanha

Na Alemanha, a maior parte das empresas são de responsabilidade limitada e com mais de 500 trabalhadores. Neste país existe a obrigatoriedade de se constituir um conselho de supervisão e um conselho de administração. Convém referir que na bolsa de Alemanha existem menos de 700 empresas cotadas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), o governo das sociedades não era aplicado na Alemanha por um número considerável de empresas até recentemente. Não obstante em 2005 ter havido a transposição da directiva comunitária 88/627/EEC para o direito alemão sobre transparência, estes autores defendem que neste país, o governo das sociedades surgiu com a publicação dos princípios da OCDE, de Maio 1996. Posteriormente em 2002 a Comissão Alemã de Governação criou um código oficial que abordava as questões dos direitos dos accionistas, peso dos direitos de votos, conflito de interesses entre membros dos conselhos e obrigações dos mesmos em relação a empresa.

Actualmente, as sociedades anónimas alemãs têm dois órgãos administrativos: o Conselho de Gestão e o Conselho de Supervisão. O conselho de gestão tem as funções de gestão estratégica e gestão operacional da empresa. Os membros do conselho de supervisão são directores externos e são eleitos em assembleia-geral dos accionistas e pelos trabalhadores. Este último conselho tem a competência de nomear e de destituir os membros do conselho de gestão. Existe a incompatibilidade de funções de membro do

conselho de supervisão e do membro do conselho de gestão. A coordenação do conselho de gestão é função do presidente do conselho de Gestão (Shleifer e Vishny, 1997).

Em suma, a Alemanha tem um sistema caracterizado por uma elevada concentração de capital ou de propriedade e por uma fraca protecção dos investidores.

Espanha

Em 1998, foi produzido um relatório e um código sobre governo das sociedades pela Comissão de Olivencia. Este código é voluntário, não possui uma obrigatoriedade de utilização. As principais matérias abordadas nesse código são aspectos ligados a importância dos administradores independentes nos conselhos de administração.

Segundo o Relatório de Aldama (2003), o número de administradores independentes não deve ser idealizado. Este defendia que devia se ter em conta as características da empresa.

Em Espanha, as comissões executivas desempenham um papel crucial no governo das sociedades e é comum a presença de representantes dos accionistas nos conselhos de administração. Este país tem um sistema de governo das sociedades caracterizado por uma elevada concentração de capital e uma percentagem de administradores independentes menor em relação a média dos países da Europa (Cunha, 2005).

França

A maior parte das empresas francesas foram constituídas como sociedades anónimas e têm a gestão garantida por um administrador que responde directamente aos accionistas.

Neste país foram emitidos os Relatórios de Viénot¹³ que são constituídos por um conjunto de recomendações que abordam questões importantes sobre o governo das sociedades, tais como a separação entre o cargo de presidente do conselho e de CEO.

¹³Os Relatórios de Viénot foram publicados em 1995 e 1999. Estes são considerados como marcos iniciais do governo das sociedades em França.

Estes relatórios orientam para a existência de comissões permanentes no conselho de administração constituídas por administradores não executivos. Estes possuem também algumas recomendações sobre o número mínimo de directores independentes.

Em Outubro de 2003, foi publicado o código denominado “Princípios do Governo das Sociedades”(Principes de Gouvernement d’Enterprise). Este código realça aspectos ligados a competência e a experiência do director. Este normativo destaca também a necessidade da existência de directores independentes nos conselhos de administração e de auditoria.

Em França o governo das sociedades é caracterizado pela separação entre as funções de gestão e de supervisão nas sociedades. Nesse país, é comum a existência de representantes dos accionistas no conselho de administração.

Holanda

A Holanda tem um modelo de governo das sociedades semelhante ao da Alemanha. Em 1997, uma comissão denominada “Comissão de Peters” estabeleceu um código de conduta com adopção voluntária. Este código tem como principais preocupações a confiança na informação divulgada e as responsabilidades dos gestores pelos seus actos.

Na Holanda existem muitas empresas multinacionais que são geridas de acordo com regras locais holandesas e que fazem a consolidação dos seus negócios (OCDE, 1997).

Em suma, a Holanda possui um sistema de governo das sociedades centrado nos bancos, caracterizado pela dispersão de capital, que é também denominado como sistema Nipónico-Germánico.

Itália

A Itália tem a sua economia impulsionada maioritariamente por pequenas empresas. O escândalo financeiro da empresa Parmalat permitiu verificar que o governo das sociedades foi aplicado de forma inadequada em muitas empresas italianas (Pagano, Penetta e Zigales, 1998).

Os mecanismos de mercado de capitais da Itália podem ser considerados como subdesenvolvidos pelas dificuldades desse país em conseguir financiamentos externos para os seus investimentos (Pagano, Penetta e Zigales, 1998).

Segundo Heidrick e Struggles (2003), O governo das sociedades tem sido cada vez mais melhorado na Itália ao longo dos últimos anos. Neste âmbito, verificou-se a privatização de várias empresas e reformas de várias leis sobre regulação do mercado.

A Itália tem um sistema de governo das sociedades caracteriza-se pela pouca dispersão da propriedade e pouca protecção legal dos investidores (Shleifer e Vishny, 1997).

Reino Unido

No Reino Unido, a estrutura de propriedade das empresas é dispersa e existe a preocupação com a independência do conselho de administração o que faz com que mais de 50% dos administradores da maior parte das empresas sejam não executivos.

Neste país, o reconhecimento da boa administração e do bom controlo das sociedades dependia da existência de administradores independentes no conselho de administração. Em 1982, o Banco da Inglaterra, a Bolsa de Valores de Londres e outras instituições criaram a Organização PRO NED (Professional Non-Executive Directors) com o objectivo de desenvolver e promover o papel dos directores externos (Heidrick & Struggles, 2003).

O Comité Cadbury surgiu como consequência da verificação de um elevado número de falências de empresas e da forte recessão económica verificada no país nos finais dos anos 80 e início dos anos 90. Este comité tinha como objectivo principal verificar alguns aspectos do governo das sociedades, relacionados com as práticas contabilísticas e o relato financeiro. Como consequência deste trabalho, foi publicado o Relatório de Cadbury¹⁴ em 1992 (La Porta et al, 2000).

O Reino Unido tem o sistema de mercado de capitais anglo-saxónico ou de mercado. Este é caracterizado pela elevada protecção dos investidores, pela grande dispersão de

¹⁴ Vide pag.20.

capitais e pela importância dada a independência dos conselhos de administração (Shleifer e Vishny, 1997).

Suíça

A Suíça teve um modelo capitalista com características diferenciadas dos outros modelos. Neste capitalismo sempre houve pouca abordagem dos accionistas e o país possui poucas empresas de capital aberto (Heidrick e Struggles, 2003).

A lei suíça sobre obrigações aproximou-se da regulamentação da União Europeia em 1992 com a Revisão do Código Suíço de Obrigações. As principais matérias abordadas foram: protecção dos accionistas, estrutura de capital das empresas, transparência nos relatórios financeiros e regras do governo das sociedades.

Em suma, o sistema de governo das sociedades suíço é centralizado nos bancos com uma grande concentração de capitais e uma fraca protecção dos investidores das empresas (Shleifer e Vishny, 1997).

Estados Unidos de América

Os anos 80 foram marcados pelo surgimento de um conjunto de mudanças nos EUA, entre elas, a procura de maior transparência por parte dos investidores. Dessa forma, os investidores institucionais¹⁵ foram alvo de várias imposições nos anos 80 e 90 devido a importância do mercado financeiro dos EUA (Lethbridge, 1997).

Neste contexto, foi iniciado um movimento de governo das sociedades nos Estados Unidos com a intervenção de um Fundo de Pensão denominado CALPERS¹⁶. Este fundo tinha um programa de governo das sociedades com três vertentes de análise: o

¹⁵ Os investidores institucionais constituem uma grande fonte de recursos a nível mundial, o que permitiu exigir as empresas a adoptarem as normas e as boas práticas de governo das sociedades.

¹⁶ CALPERS (California Public Employees 'Retirement System): é uma empresa que faz a gestão de fundos e benefícios de saúde para mais de 1,6 milhões funcionários públicos aposentados da Califórnia e para suas famílias. Com as falências de Enron e WorldCom, esta empresa sofreu grandes perdas financeiras.

abuso de poder dos gestores, a criação do valor e o papel dos conselhos e os direitos dos accionistas (Silveira, 2002).

Segundo Silveira (2002), o governo das sociedades foi introduzido no contexto norte-americano não somente por CALPERS, mas também contou com o contributo de outras organizações como o Institutional Shareholder Services (ISS), o Council of Institutional Investors (CII) e o Teachers' Insurance and Annuity Association. Todas estas organizações tiveram papéis relevantes com a criação dos seus próprios códigos de governo das sociedades nos quais havia regras internas.

O sistema norte-americano de governo das sociedades tem na sua essência o modelo anglo-saxónico que é definido por ambientes em que a propriedade da sociedade é disseminada por vários accionistas com pouca expressão individual como consequência da pequena parcela de propriedade (Okimura, 2003). Este sistema está protegido pelo mercado de capitais com grande nível de liquidez e pela forte protecção dos accionistas minoritários.

Em Julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley Act¹⁷ foi publicada e teve a denominação dos seus criadores, Paul Sarbanes e Michael Oxley. Esta lei veio acabar com o sistema de auto-regulação do mercado e dar uma maior rigidez para as sociedades que negoceiem as suas acções na Bolsa dos Estados Unidos.

O mercado norte-americano pode ser definido como financiador das empresas de todo mundo, e este aspecto é tão importante pelo facto de levar os investidores institucionais, de todo mundo, a uma conduta pautada por padrões de governo das sociedades (Lethbridge, 1997).

Comparação dos Sistemas dos Diferentes Países

Os sistemas de governo das sociedades têm diferenças causadas pela sua origem continental ou anglo-saxónica. Os sistemas de origem anglo-saxónica, também denominados de sistemas centrados no mercado de capitais, garantem maior protecção aos investidores e têm uma maior dispersão de capital. Os sistemas de origem

¹⁷ Vide pag. 22.

continental são centrados nos bancos, têm uma menor dispersão de capitais e pouca protecção legal dos investidores, grupo em que se encontra Portugal (Silveira, 2002).

Um bom sistema de governo das sociedades se baseia na combinação apropriada de protecção legal dos pequenos investidores e a concentração da propriedade em grandes investidores, com poderes para diminuir o problema de agência. Os EUA, o Reino Unido e a Alemanha possuem bons sistemas de governo das sociedades, embora a protecção legal aos investidores seja diferente. Enquanto o sistema americano e o sistema inglês assentam, de alguma forma, numa maior protecção legal dos investidores, o sistema alemão caracteriza-se por uma protecção legal mais fraca, mas por uma maior concentração da propriedade (Shleifer e Vishny, 1997).

Nos países mais desenvolvidos o foco do governo das sociedades é o equilíbrio de poder entre os donos do capital (accionistas) e os que fazem a sua gestão (administradores). O conselho de administração tem a missão de alinhar os objectivos adversos de várias entidades.

Em quase todos os países da Europa, o CEO é nomeado para presidente, porém noutros países existem estatutos que interditam tal situação. Na Europa é comum nomear para a maioria dos lugares do conselho de administração colaboradores (Bhagat e Black, 1999). Nos países ocidentais uma das principais características do Conselho de administração é o facto da maioria dos seus membros ser do sexo masculino.

Segundo a Comissão Europeia, em países com uma estrutura de accionistas mais dispersa, a forma de levar a que os gestores prestem informações a todos os accionistas constitui a principal preocupação. Nos países com uma estrutura accionista mais concentrada, a preocupação é administrar a empresa de modo a que se tenha em consideração os interesses dos accionistas minoritários (Heidrick & Struggles, 2003).

2.4. Governo das Sociedades em Portugal

Em Portugal, o tema governo das sociedades está cada vez mais presente e tem grande importância nos debates sobre a confiança dos investidores e a forma de governar as sociedades. A nível nacional, este tema considera-se ainda pouco desenvolvido, com muito para se aprofundar.

Não existem modelos de governo das sociedades obrigatórios em Portugal. O modelo preferido pelas empresas cotadas na Euronext Lisbon é o anglosaxónico. Tal como na maioria dos países europeus, em Portugal o conselho de administração tem uma estrutura única. Esta é composta pelos membros executivos, não executivos¹⁸ e o conselho de supervisão não é independente (Fernandes 2008).

Em Portugal, governo das sociedades tem uma vertente normativa baseada em fontes de natureza diversa. Em termos legais, baseia-se em lei e normativos provenientes do Código de Governo das Sociedades e da Comissão de Mercado de Capitais. Em termos sociais baseia-se em normas deontológicas, regras de boa conduta e regulamentos¹⁹. Desse modo, vários normativos e códigos vão sendo aprovados pela CMVM desde 1999, de modo a exigir que as empresas adoptem cada vez mais com as recomendações dos governos das sociedades de forma eficiente. Esses códigos são direccionados as sociedades anónimas mas também podem ser aplicados as outras empresas com alguns ajustamentos (Santos, 2004).

A nível nacional, as empresas devem, no seu relatório de governo das sociedades, apresentar o órgão de administração, a sua composição e responsabilidades. De igual modo, os poderes do conselho de administração e a rotação dos seus membros também devem ser tornados públicos. As empresas devem também indicar a regra para avaliar a

¹⁸ Neste caso considera-se os não executivos como independentes.

¹⁹ LUTTER, M. (2001). *Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sich. ZGR*.

independência dos seus membros e seus critérios de base. Deve ainda ser indicado como são nomeados os administradores não executivos²⁰.

Dos estudos sobre o governo das sociedades já desenvolvidos em Portugal têm maior destaque os efectuados pela CMVM (desde 1999), sobre as práticas das sociedades portuguesas cotadas. Além disso, Alves e Mendes (2001) realizaram estudos para analisar grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, estes apontam para um aumento da adopção voluntária das Recomendações da CMVM pelas sociedades cotadas. Recentemente, Fernandes (2008) fez uma análise que relacionou a remuneração dos administradores com o desempenho das empresas.

Heidrick e Struggles (2003) afirmam que “a prática do governo das sociedades em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas ainda têm um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança em investir em Portugal”.

Por fim, Podemos dizer que o governo das sociedades, em Portugal, tem dois grandes vectores, nomeadamente, o Código das Sociedades Comerciais²¹ e os normativos emitidos pela CMVM²².

2.4.1. Código das Sociedades Comerciais

O código das sociedades comerciais foi aprovado em 1986 e reformado algumas vezes para se adaptar as necessidades das sociedades e dos seus intervenientes. A última

²⁰ Regulamento do Governo das Sociedades 01/2010, CMVM.

²¹ Este código foi provado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Novembro e recentemente alterado pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março.

²² Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

alteração foi em 2006, que veio para reformar a legislação comercial vigente e preencher algumas lacunas existentes na mesma²³.

Este código define os direitos e deveres dos sócios, dos administradores e dos membros dos órgãos de fiscalização e realça a protecção dos sócios minoritários e dos credores, entre os quais se incluem os trabalhadores. Os accionistas têm o direito a informação e a empresa deve disponibilizar a mesma em assembleias-gerais ou a partir dos meios de informação ao seu dispor (artigos 288.º a 293.º).

O diploma anterior ao código das sociedades comerciais²⁴ não fazia menção a palavra independente, situação que foi resolvida, pois no actual código esta palavra é definida pela negativa. Segundo este diploma, o conceito de independência é excluído sempre que:

- Existam pessoas que possuem participação superior a 2%
- Administradores são reeleitos por mais de dois mandatos, contínuos ou intercalados. Esta exclusão visa impedir que a não manutenção de mandatos seja um factor de risco de perda de independência.

De referir que ao utilizar o termo independente espera-se que os administradores sejam independentes no juízo que fazem e nos seus interesses, e que cumpram os deveres de forma leal a empresa e a sociedade.

Este diploma permite preencher à necessidade premente de reforma da legislação comercial portuguesa e tem um papel fundamental quando se fala em governo das sociedades a nível nacional.

²³ A primeira legislação comercial a nível nacional foi o Código Comercial de 1888 que foi elaborado em plena revolução industrial.

²⁴ Código Civil de 1966, reformado em 1974 e em 1981.

2.4.2. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

As sociedades emitentes de valores mobiliários admitidas à negociação em mercados regulamentados devem pautar-se de boas práticas de governo das sociedades. Estas práticas também são dirigidas aos investidores institucionais.

A nível nacional, a aprovação de regulamentos e a elaboração de recomendações pela CMVM tem desempenhado um papel importante na consolidação das bases de governo das sociedades. Os temas mais abordados nestes normativos são:

1. Recomendações sobre divulgação de informação;
2. Recomendações sobre o exercício do direito de votos e representação dos accionistas;
3. Recomendações sobre as regras das sociedades em relação ao sistema de controlo interno e as medidas de protecção e controlo das OPAs.
4. Recomendações sobre o conselho de administração, nomeadamente, sua composição, número de administradores não executivos, a criação de comissões de controlo interno e a remuneração dos seus membros.

A CMVM publica recomendações sobre o governo das sociedades desde 1999. A partir desta data vem sido feitas várias revisões e alterações de modo a torna-las cada vez mais adequadas as exigências dos investidores e dos mercados²⁵.

As Recomendações da CMVM

1999_ As recomendações exigiam, as sociedades emitentes de acções admitidas a negociação, a divulgação de mais informação e o cumprimento das recomendações por parte das sociedades. Este documento resume-se em 17 recomendações sobre governo das sociedades.

2001_ As recomendações passaram a ter a forma de regulamento e consequentemente passaram a ter um poder normativo (Regulamento nº 7/2001 da CMVM). A partir destas

²⁵ As recomendações e os regulamentos podem ser encontrados em www.cmvm.pt

recomendações as sociedades cotadas passaram a ser obrigadas a publicar um relatório de governo das sociedades anualmente e a ter maiores deveres de informação no mercado. As empresas passaram a ser obrigadas para cumprir com a regra *comply or explain*. Segundo esta regra as empresas devem cumprir recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades ou dar uma explicação pelo não cumprimento.

2003_ Algumas recomendações de 2001 foram alteradas e emitidas novas recomendações (Regulamento nº 11/2003). Os administradores independentes passaram a ter maior destaque e os deveres de informação aumentaram. Este foi revogado pelo Regulamento 4/2004 sobre os deveres de informação.

2005_É dada atenção especial a questão da remuneração dos administradores, ao aumento da transparência das práticas das sociedades e ao reforço no nível de fiscalização (Regulamento CMVM nº10/2005).

2007_ Maior ênfase e aprofundamento da questão da transparência já abordada em 2005 e determinação da estrutura da remuneração dos membros do órgão de administração (Regulamento CMVM nº 1/2007).

2010_ A CMVM emite novas recomendações sobre a remuneração dos administradores. Passa a ser exigido que pelo menos um representante da comissão de remunerações esteja presente nas reuniões da assembleia-geral de accionistas. A responsabilidade e o funcionamento dos sistemas internos de controlo e gestão de riscos passam a ter novas recomendações. A prevenção de conflitos de interesses nas relações entre a sociedade e os seus accionistas também é abordada. A independência dos administradores não executivos volta a ser um dos temas de destaques (Recomendações CMVM 01/2010).

2.5. O Conselho de Administração

2.5.1. Enquadramento

O governo da sociedade tem como força condutora subjacente a liderança. O conselho de administração tem a responsabilidade de fixar estratégias para concretização dos objectivos e apresentar padrões de conduta para garantir o cumprimento das estratégias traçadas. Este órgão tem também a responsabilidade de garantir a adequação da estrutura empresarial às políticas de bom governo (Davis, 2005).

Para Jensen (1993), governo é a estrutura de controlo de alto nível, que é constituída pelos direitos de decisão do Conselho de Administração e do director executivo sobre os gestores e conselheiros, pelos procedimentos de alteração do tamanho, da composição e da remuneração do Conselho de Administração.

Em tempos recentes, alguns administradores tiveram comportamentos não muito adequados e a sua remuneração alcançava valores exorbitantes. Na base destes comportamentos está o facto de os administradores muitas vezes verem-se tentados a cometer fraudes o que pode originar falsos crescimentos e sequencialmente escândalos financeiros. O governo das sociedades tem como dos seus principais objectivos adequar a atribuição de poderes entre accionistas e administradores de modo a ir de encontro às necessidades da empresa (Davis, 2005).

Segundo Charreaux (2000), existe a possibilidade do conselho de administração ser visto como mecanismo de governo das sociedades que contribui para a maximização do valor para os accionistas. De igual modo, Jensen (1993) defende que o conselho de administração constitui um dos mecanismos do governo das sociedades.

A direcção da empresa e o seu governo são da responsabilidade do conselho de administração e fazem parte das suas principais funções. Este órgão deve determinar a estratégia da empresa tendo como base os princípios do governo das sociedades.

O conselho de administração é o órgão máximo do governo da sociedade (Davis, 2005). Para Neves (2001), um conselho de administração pode ser constituído de modo a se cumprir um plano, pois é o líder que dita as decisões finais. Desse modo, o

administrador tem um compromisso de gestão que inclui o dever de obter informação para finalidade de tomar as decisões racionais (Nunes, 2006).

Desse modo, maioria dos conselhos de administração sente dificuldades por várias razões. Uma dessas razões surge pela importância que é dada aos administradores independentes. Estes não devem ter ligação presente ou passada com a empresa, esta restrição visa evitar a existência de conflitos de interesse. O conceito administração independentes não é exacto e varia de país para país. Outra razão, reside no facto dos conselhos de não possuírem papeis exactos em muito países, pois na sua maioria têm deveres legais e responsabilidade gerais e indefinidas. A terceira razão deve-se, a necessidade que os membros do conselho de administração terem de trabalhar em colaboração para exercer as suas funções.

O tema *Os deveres dos administradores* é de grande importância e muito complexo. A situação jurídica dos administradores das sociedades anónimas é integrada por um dever de lealdade para com a sociedade²⁶.

O bom funcionamento do conselho de administração está na base do governo das sociedades. As sociedades anónimas são obrigadas a ter um regulamento interno do conselho de administração e a sua divulgação. Esta obrigatoriedade constitui um incentivo às boas práticas dos administradores.

Segundo Rodrigues (2008), as principais funções do conselho de administração são:

- A definição da estratégia da organização e a sua implementação;
- A designação dos directores;
- A aprovação remuneração dos accionistas;
- A aprovação e revisão dos planos de negócios;
- Assegurar o cumprimento da lei e dos estatutos.

²⁶ Nunes, Caetano Pedro, Governo das sociedades, Almedina, 2006

Uma das responsabilidades do conselho de administração é edificar a cultura da empresa que administra. Na base dessa cultura estão os valores e a missão. Desse modo, a forma como os trabalhadores interagem na empresa reflecte a cultura da mesma. Esta cultura pode ser definida como visão partilhada da vida que une grupos de pessoas (Daves, 2006).

Teorias sobre o Conselho de Administração

Existe uma perspectiva de eficiência na origem de algumas teorias sobre o conselho de administração. Estas teorias tentam explicar o conselho de administração como uma ferramenta de exercício de poder, procura de rendimentos, eficiência e concepção de normas sociais.

Uma boa teoria do conselho de administração deverá possibilitar a explicação do mesmo em termos de dimensão, composição, remunerações (variáveis e fixas), papéis e comportamentos dos seus membros. Esta deve também abordar aspectos ligados a nomeação, evolução e destituição dos seus membros. Entretanto, convém referir que Todos os aspectos acima mencionados devem ter em conta as formas organizacionais em causa.

As teorias existentes possuem algumas limitações e não permitem responder a todas as questões levantadas de forma satisfatória.

Existem actualmente duas principais correntes teóricas sobre o conselho de Administração, nomeadamente: a corrente contratualista e a corrente estratégica ou cognitiva. A corrente contratualista direcciona-se mais a uma dimensão na empresa que visa a redução de conflito. O sistema de governo da empresa, segundo a perspectiva contratualista, explica-se pela sua capacidade em reduzir perdas de valor (Rodrigues, 2008).

A corrente estratégica focaliza-se na estratégia e na criação de valores. Esta corrente dá importância a criação e ao desenvolvimento do conhecimento e da aprendizagem organizacional (Rodrigues 2008).

Os estudos e pesquisas sobre a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas em Portugal são escassos. O primeiro estudo a nível nacional foi realizado por Alves e Mendes (2004) no qual é feita uma análise ao grau de cumprimento das recomendações da CMVM e a sua relação com os retornos das empresas. Este procurou também analisar a diferença entre as empresas que cumprem e as que não cumprem com as recomendações.

Alguns estudos procuram analisar se existe relação entre as características do conselho de administração (tamanho e composição e independência) e o desempenho da sociedade (Bahagat e Black, 1999), e consequentemente a influência das características do conselho de administração sobre a sua eficiência na realização das suas tarefas.

Vários autores defendem que o conselho de administração tem uma posição privilegiada nos mecanismos de governo das sociedades que permite disciplinar os comportamentos dos gestores. Defendem ainda que a inclusão como membro do conselho de alguns gestores de topo pode ser realizada para melhor acompanhar esta disciplina (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983; Charreaux, 2000)

O grau de independência e a composição do conselho de administração determinam a eficácia da empresa (Jensen, 1993).

2.5.2. Dimensão

A dimensão ou tamanho do conselho de administração é um aspecto muito importante que reflecte a capacidade acompanhar e de controlar as actividades de gestão desenvolvidas (Fama e Jensen, 1983). Esta capacidade de intervenção varia de acordo com o número de membros do conselho, A dimensão exigida para o conselho de administração varia de país para país (Daves, 2006).

Alguns autores apontam para uma relação inversa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho da empresa (Yermack, 1996). Assim, estes autores defendiam que os conselhos de administração de pequena dimensão têm muitas vantagens, entre as quais uma menor probabilidade de desentendimento, de falta de coesão e de desmotivação individual.

Para Judge e Zeithaml (1992), o aumento do número dos membros do conselho leva a um menor envolvimento nas decisões estratégica. Para Ginglinger (2002), O aumento da dimensão do conselho de administração de grande dimensão dá lugar a um aumento de conflitos, de custos e retarda a tomada de decisão.

Para Jensen (1993), existe a possibilidade de melhoria de desempenho quando o conselho de administração mantém uma pequena dimensão. O autor defende ainda que quando o conselho ultrapassa a dimensão moderada²⁷ tem dificuldades em desempenhar as suas funções de forma eficaz e facilmente é controlado pelo seu director executivo²⁸.

Segundo Pearce e Zahra (1992), alguns estudos realizados nos anos 80 apontam para uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho da empresa. Estes afirmam que um elevado número de administradores inibe os actos dos gestores e reduz a sua influência sobre os administradores, concluindo assim que o aumento da dimensão do conselho de administração leva a diminuição do desempenho da empresa.

Alguns autores realizaram estudos que apontam para resultado oposto. Segundo estes, independentemente da proporção dos administradores não executivos, os conselhos de administração com maior dimensão estão relacionados com um melhor desempenho da empresa. Estes autores defendem que os conselhos de administração de grande dimensão têm muitas vantagens. Dessa forma a dimensão óptima parece não existir (Godard e Schatt, 2000).

2.5.3. Composição e Independência

O conselho de administração era anteriormente constituído apenas por administradores não executivos, com a complexidade dos negócios e a necessidades de tomada de um maior número de decisões com mais rapidez passaram a ser nomeados gestores para o conselho de administração (Daves, 2006). Os directores executivos têm menor

²⁷ A dimensão moderada refere-se a um número de 7 a 8 administradores no total.

²⁸ Jensen defende a teoria comportamental da organização que aponta para uma relação inversa entre a produtividade e o número de elementos nas equipas de trabalho.

probabilidade de controlar o desempenho do Presidente do conselho de administração, pois a sua evolução profissional depende muito deste.

A existência de uma maioria de membros não executivos no conselho de administração, visa melhorar a tomada de decisão e a aumentar o valor da empresa. Esta composição pela maioria de administradores não executivos aponta para um acompanhamento mais eficaz da gestão da empresa²⁹ e pode constituir um mecanismo de defesa dos gestores.

A independência, a legitimidade e o conhecimento especializado são atributos que em simultâneo compõem um mecanismo eficaz de bom governo empresarial. De igual modo, a composição do conselho de administração determina a eficácia da empresa (Fama, 1980; Jensen, 1993).

Em vários países do mundo, são emitidas directrizes com recomendações sobre a composição do conselho de administração. A maior parte destas directrizes recomendam a composição com a maioria de membros independentes (Bhagat e Black, 1999). Segundo estas recomendações a supervisão dos administradores é exercida de forma mais activa pelos directores independentes³⁰.

Nos EUA existem normativos que regulamentam a admissão a NYSE. Estes estabelecem que o conselho de administração das sociedades norte-americanas deve ser constituído por uma maioria de administradores independentes. Esta independência deve ser comprovada pela falta de relação deste membro com a empresa.

Em Portugal, as empresas cotadas devem ter um número adequado de administradores independentes (CMVM, 2009). Os princípios legislativos sobre os administradores independentes visam aumentar o nível de supervisão e evitar conflito de interesses. A CMVM recomenda uma pluralidade nos membros do conselho de administração. Este

²⁹ De acordo com a tese “Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil” realizada por Alexandre Di Miceli da Silveira, em 2002.

³⁰ Tese de mestrado “O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas” realizada por Vera Lúcia Mendes da Cunha em 2005.

órgão deve ter um número de administradores independentes suficiente para acompanhar e avaliar a gestão exercida pelos membros executivos³¹.

Actualmente, não existe consenso quanto ao conceito de independência de administradores. Esta falta de consenso também se verifica na determinação das competências que estes devem possuir e na forma como devem ser nomeados pela sua importância e complexidade na empresa (Spira e Bender, 2004).

Entretanto, vários critérios são hoje utilizados para identificar o administrador independente. Estes critérios são relacionados com a dimensão, composição, e estrutura de separação de poderes. Desse modo, se a composição do conselho de administração não cumprir com determinados requisitos pode considerar-se que este não desempenha de forma integral as suas funções (Jensen, 1993).

De seguida, serão enumerados alguns critérios que são reconhecidos como bons para determinar a independência dos administradores:

- A inexistência de relações familiares entre os membros;
- O não exercício de funções em outros conselhos de administração;
- A inexistência de relação profissional com a empresa em período recente;
- Ter prestígio profissional.

Os administradores independentes nomeados para conselho de administração das empresas eram inicialmente profissionais de consultoria das áreas de contabilidade e finanças, familiares dos fundadores das empresas ou outras pessoas que pudessem melhorar a reputação da empresa e atrair investidores.). Alguns autores defendem que os administradores independentes constituem um importante instrumento de governo das sociedades. Desse modo, existe maior probabilidade de aumentar o número de administradores independentes quando a empresa apresenta fraco desempenho (Bhagat e Black, 1999).

Algumas pesquisas sobre a relação entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa foram realizadas. A maior parte destas tenta responder se a

³¹ Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 2005

maior proporção de membros não executivos no conselho de administração aumenta o desempenho da empresa.

Alguns autores apontam para a inexistência de relação significativa entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa (Macavoy, Cantor Dana e Peck, 1983). Outros autores defendem que um conselho de administração composto apenas por directores executivos é sinónimo de pouca eficácia³² (Jensen e Meckling, 1983).

Para analisar a relação entre a proporção de membros não executivos no conselho de administração e o desempenho da empresa, alguns autores, como Bhagat e Black (1999), utilizaram o método de correlação, testaram hipóteses e apontam para uma relação positiva entre a maior proporção de administradores não executivos e o desempenho empresarial, porém estes defendem que não é exacto que a independência do conselho de administração determine um maior desempenho para as empresas.

Outros autores defendem que existe uma relação negativa entre a composição do conselho de administração e a rentabilidade operacional do activo (Wagner, Stimpert e Fubara (1998). De referir que nenhum estudo responde conclusivamente qual a melhor estrutura de conselho de administração. O número adequado de administradores independentes é uma matéria de controvérsias. Segundo o Relatório de Cadbury esse número “deve ser tal que possa influenciar nas decisões do conselho”.

Segundo estudo realizado por Bhagat e Black (1999), as empresas americanas que têm conselhos de administração com a maioria de administradores independentes têm comportamentos diferentes das que possuem conselhos com uma minoria de administradores independentes. Essa diferença não leva a concluir que os directores independentes tomam melhores decisões em relação aos outros. Estes autores sugerem um número de administradores independentes no conselho de administração de 3 a 5

³² Entenda-se pouca eficácia como um menor desempenho.

(num total de 11 administradores)³³, e que um número excessivo leva a redução dos lucros da empresa.

2.5.4. A Remuneração do Conselho de Administração

Não obstante, a remuneração dos administradores não ser uma das variáveis consideradas na análise empírica achou-se apropriado fazer um enquadramento deste tema.

A remuneração dos administradores é um dos temas mais vulneráveis e complexos do governo das sociedades. As questões surgem pelas elevadas quantias auferidas por estes membros. Deste modo, a remuneração dos administradores tem sido, ao longo dos últimos anos, alvo de códigos e regulamentos, na tentativa de controlar quantias avultadas.

Algumas destas quantias avultadas foram consequência de algumas fraudes empresariais³⁴, o que levou a que este tema fosse objecto de análise por parte dos reguladores dos mercados financeiros de forma permanente. No entanto, a atracção e a permanência de quadros de qualidade são geralmente sustentadas pela determinação de pacotes remuneratórios adequados.

A remuneração dos administradores é uma matéria alvo de conflito de interesses entre a administração e a sociedade. Ao abordar esta matéria deve-se ter subjacente o dever de lealdade³⁵ que tem por finalidade evitar estes conflitos.

Os elementos centrais do sistema de remuneração são, por um lado a remuneração fixa (funcional, por competências ou por habilidade), e por outro lado, a remuneração variável (ou de desempenho) e as formas especiais (em função de resultados alcançados) (Wood Jr. e Picarelli, 2004).

³³ Os autores chamam a essa proporção um número moderado de administradores independente.

³⁴ Fraudes que levaram a falência empresas como a ENRON e a WORDCOM.

³⁵ Para Nunes (2005), os administradores devem perseguir interesses sociais e não pessoais ou de terceiros que não se adequam aos dos accionistas.

De uma forma simplificada podemos ter a seguinte função:

$$W = \alpha + \beta X$$

De acordo com recomendações da CMVM parte-se do princípio que a remuneração dos administradores não depende dos resultados da empresa ou que estes resultados têm pouco peso no cálculo da remuneração.

Grande parte das empresas ignora que o governo das sociedades não tem o controlo como meta principal mas sim a sua adopção e aplicação de modo a orientar as políticas internas.

Algumas vezes, os gestores e técnicos aproveitam-se das fragilidades do conselho de administração para cometer abusos, logo é necessário que o nível de remuneração destes esteja dependente dos objectivos estratégicos traçados.

Os estudos sobre o governo das sociedades e a remuneração dos administradores são efectuados vários países do mundo. Em Portugal não se foge a esta tendência, porém os estudos realizados a nível nacional são escassos. A maior parte destes estudos apontam para uma independência entre a remuneração e o desempenho da empresa.

Os EUA têm vários estudos sobre a relação entre o desempenho da empresa e a remuneração dos administradores. Fora dos EUA a literatura sobre este tema é ainda limitada (Fernandes, 2008).

De acordo com o artigo 3º do Regulamento 1_2010 do Governo das Sociedades cotadas, a política de remuneração dos membros do órgão da administração deve ser divulgada em simultâneo com a metodologia de determinação, o montante de remunerações anuais agregado e individual, sua composição (variável e fixa) e os direitos adquiridos.

De acordo com recomendação da CMVM deve haver independência entre a remuneração dos administradores não executivos e o desempenho ou valor da sociedade³⁶.

Segundo Fernandes (2008), as sociedades de capital aberto têm o seu tamanho como determinante de remuneração dos membros executivos. Este defende que a remuneração variável não reflecte o nível de desempenho da empresa e que existem evidências de que não há relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa.

De acordo com Steinberg (2003) e Silveira (2002) a remuneração actua como um incentivo ao bom desempenho dos administradores e esta visa alinhar os seus interesses pessoais com os interesses dos accionistas.

³⁶ Recomendações sobre o Código de Governo das Sociedades de 2010.

CAPÍTULO 3. ANÁLISE IMPÍRICA

De seguida, será feita uma análise empírica sobre a relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho das empresas cotadas na Euronext Lisbon. Em primeiro lugar, serão apresentados os objectivos e as hipóteses do estudo. De seguida será definida a amostra e as suas limitações. Segue-se a apresentação das variáveis do estudo. Posteriormente será feita uma abordagem a metodologia utilizada para testar as hipóteses, nomeadamente a análise da correlação entre as variáveis e a elaboração de regressões lineares das mesmas.

3.1. Objectivos do Estudo

Este trabalho tem como objectivo geral analisar se o desempenho das empresas cotadas na EuronextLisbon depende das características dos seus conselhos de administração, tal como foi abordado na revisão da literatura. De forma mais específica este trabalho pretende auferir de que forma o desempenho da empresa depende:

- (I) da dimensão do conselho de administração, verificando dessa forma se existe relação entre o número de administradores e o desempenho da empresa;
- (II) da existência de membros independentes no conselho de administração, verificando dessa forma a influência dos mesmos no desempenho da empresa.

3.2. Definição das Hipóteses

De acordo com os objectivos do estudo foram formuladas as seguintes hipóteses:

1. Dimensão do conselho de administração versus desempenho da empresa:
 - H0 (Hipótese nula): Não existe relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho da empresa;
 - H1 (Hipótese alternativa): Existe uma relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho da empresa.
2. Independência do conselho de administração versus desempenho da empresa:

H0 (Hipótese nula): Não existe relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa

H1 (Hipótese alternativa): Existe uma relação entre a independência conselho de administração e desempenho da empresa.

3.3. Estudo Empírico

3.3.1. Definição da Amostra

No presente estudo, as análises são efectuadas tendo por base 38 empresas portuguesas emitentes de valores mobiliários admitidos a cotação na Euronext Lisbon entre 2006 e 2009. Foram recolhidas informações sobre o seu desempenho nos Relatórios e Contas, e informações sobre o conselho de administração nos Relatórios de Governo de Sociedade das empresas da amostra.

A amostra seleccionada tem algumas limitações:

- a) Por um lado o tamanho da amostra poderá limitar a robustez dos resultados, porém esta limitação é justificada pelo número de empresas cotadas na Euronext Lisbon. Efectivamente trata-se de um pequeno mercado e a amostra em análise corresponde à quase totalidade dos resultados pelo que é adequado para tirar conclusões sobre as empresas cotadas.
- b) Outra limitação é constituída pelo horizonte de análise das observações que são apenas quatro anos e não permite extrapolar as conclusões para períodos mais alargados. Convém no entanto realçar que o horizonte temporal considerado é resultado do enquadramento legal que desde 2006 alargou a obrigatoriedade de divulgação de algumas informações utilizadas.

3.3.2. Apresentação das Variáveis

Para a análise empírica, são utilizadas variáveis relacionadas com o desempenho das empresas e variáveis relativas ao conselho de administração das empresas cotadas na Euronext Lisbon no período de 2006 a 2009. Essas foram identificadas tendo em conta a revisão da literatura efectuada. Não obstante o uso exclusivo de empresas cotadas no mercado de capitais não foram consideradas variáveis de mercado por não constituir a questão central da análise.

3.3.2.1. Variáveis Dependentes

No presente estudo, são consideradas como variáveis dependentes variáveis que permitem auferir informações sobre o desempenho da empresa. As variáveis consideradas na pesquisa são: Rotação das Vendas e Rendibilidade do Activo Total. Para constituir tais variáveis, foram recolhidos dados sobre o volume de negócios, o Activo Líquido e o resultado operacional.

Descrição das variáveis do estudo:

1. Rotação das vendas, calculada pelo volume de negócios sobre o Activo (VACT): este rácio nos indica o grau de utilização dos activos (Bhagat e Black, 1999). A sua fórmula é a seguinte:

$$\frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Activo Total}}$$

2. Rendibilidade Operacional do Activo (ROA): rácio que permite analisar a rendibilidade do activo (Silveira, 2002). A sua fórmula é a seguinte:

$$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Activo Total}}$$

3.3.2.2. Variáveis Independentes

As variáveis sobre as características do conselho de administração são consideradas como variáveis independentes no presente estudo. Estas variáveis são:

1. Tamanho do conselho de administração (TamCA): número de membros do conselho de administração³⁷.
2. Grau de independência do conselho de administração (IndCA ou INDEP) (Bhagat e Black, 1999; Silveira, 2002). A sua fórmula é a seguinte:

$$INDEP = \frac{EXT}{CONS}$$

Onde:

INDEP: Grau de independência do conselho de administração

Ext: número de administradores não executivos.

Cons: número total de membros do conselho de administração

3. Variável dummy: Sector de actividade financeiro ou não financeiro (SA). A utilização desta variável deve-se pelo facto das empresas do sector financeiro possuírem características específicas e comportamentos diferentes das empresas não financeiras. Desse modo, se a empresa for financeira “SA=1”, caso contrário “SA=0”.

A escolha das variáveis teve como base alguns estudos já realizados por alguns autores sobre governo das sociedades, tais como Silveira (2002) e Okimura (2003), assim como as recomendações e regulamentos da CMVM sobre o governo das sociedades.

³⁷ De acordo com Bhagat e Black (1999), para melhor análise da relação entre as variáveis, a composição do conselho de administração deve ser considerada em função do seu logaritmo ao quadrado. Segundo estes autores, este tratamento permitirá que as variáveis estejam no mesmo nível.

3.3.3. Metodologia do Estudo

Este estudo visa associar as variáveis do conselho de administração (dimensão, composição, e independência) às variáveis de desempenho das empresas e ver a relação que existe entre estas. Os métodos utilizados para testar as hipóteses são o coeficiente de correlação linear e o modelo de regressão linear.

3.3.3.1. Coeficiente Correlação Linear

A correlação linear ou estatística é o grau de associação entre duas variáveis aleatórias. A relação entre estas duas variáveis (X e Y) é dada por um coeficiente denominado “coeficiente de correlação linear” ou “coeficiente Pearson” e tem o símbolo (ρ). Este coeficiente pode assumir valores que variam entre -1 e 1, tal que:

Se,

$\rho=1$, indica que existe uma correlação perfeita positiva entre as variáveis;

$\rho=-1$, indica que existe uma correlação perfeita negativa;

$\rho=0$, não existe correlação entre as variáveis.

Bhagat e Black (1999) utilizaram o método de correlação e testaram hipóteses para analisar a relação entre as variáveis do conselho de administração e as variáveis de desempenho. Para os níveis de significância de 1% e 5% estes autores consideram a correlação significativa se $p \geq 0,01$.

Neste estudo, este método permite verificar se existe uma dependência das variáveis de desempenho em relação ao tamanho e a independência do conselho de administração nas empresas da amostra.

3.3.2. Modelo de Regressão Linear

O Modelo de Regressão linear (MRL) permite analisar a relação entre as variáveis dependentes e independentes da amostra.

De acordo com Pyndick e Rubinfeld (1998) o método de regressão linear pode ser utilizado para analisar a relação entre as variáveis dependentes e independente do desde que siga o seguinte modelo:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + \varepsilon_t$$

Sendo:

Y – Variável dependente;

X – Variável independente

β – Coeficiente da variável independente

ε – Erro ou resíduo do modelo

De acordo com as hipóteses o modelo do presente estudo é o seguinte:

$$\text{Desempenho} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{TamCA})^2_t + \beta_3 \text{IndCA}_{3t} + \beta_4 \text{SA} + \varepsilon_t$$

Sendo:

Desempenho: Variáveis de desempenho (VAct e ROA)

TamCA: tamanho do conselho de administração.

IndCA: Grau de independência do conselho de administração.

SA: Sector de actividade financeiro.

Para testar os modelos estimados será feito o teste de heterocedasticidade³⁸ de White. Este teste permite medir a adequação do modelo aos seguintes pressupostos de MRL:

- A homocedasticidade dos termos de erro;
- A especificação linear e correcta das variáveis;
- Independência dos resíduos em relação aos seus regressores.

Segundo Silveira (2002), o Modelo de Regressão Linear é adequado para analisar as relações entre as variáveis do governo das sociedades e as variáveis do desempenho da empresa.

3.4. Análise dos Resultados

Neste ponto são apresentados os resultados da análise empírica. Inicialmente, são apresentados os dados recolhidos (e o seu tratamento inicial) que serviram de base para o estudo. De seguida são apresentados os resultados das estatísticas descritivas das características do conselho de administração. Seguem-se os resultados das correlações entre as variáveis. Por fim analisam-se os resultados das regressões lineares.

3.4.1. Apresentação dos dados

Na análise são utilizados dados referentes o tamanho e a composição dos conselho de administração das 38 empresas da amostra. Como referido acima, estes dados foram recolhidos dos relatórios e contas, e dos relatórios do governo das sociedades das empresas. A recolha e utilização dos dados foram feitas de acordo com o Regulamento nº7/2001 CMVM.

³⁸ A heterocedasticidade é um fenómeno estatístico que ocorre quando o modelo de hipótese matemático apresenta variâncias para Y e X(X1, X2, X3,..., Xn) diferentes para todas as observações, contrariando o postulado : $\text{Var}(y_i) = \text{Var}(e_i) = \sigma^2$.

3.4.1.1. Variáveis do Conselho de Administração.

Os dados do conselho de administração foram organizados anualmente de acordo com a sua composição. Segue abaixo a apresentação dos dados do conselho de administração da amostra dos anos de 2006, 2007, 2008 e 2009.

Quadro1. Tamanho e composição média do conselho de administração

Empresas	2006			2007			2008			2009		
	Exec.	Não Exec.	Total	Exec.	Não Exec.	Total	Exec.	Não Exec.	Total	Exec.	Não Exec.	Total
Sector Financeiro	7	11	20	7	0	9	7	6	11	7	5	11
Outras	5	4	9	5	4	9	4	4	9	4	5	8

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro 1 nos permite ver que em média, com excepção do ano de 2007, as empresas do sector financeiro possuem um maior número de administradores em relação as outras empresas. Para Godard e Schatt (2000), não existe uma composição ideal do conselho de administração.

De seguida será apresentado um quadro com a indicação do grau de independência do conselho de administração. Este grau é medido pelo peso dos administradores independentes no conselho de administração.

Quadro2. Grau de independência do conselho de administração

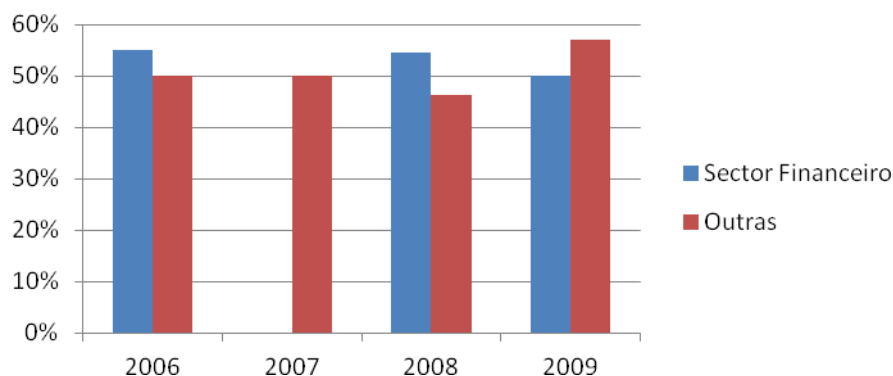
Empresas	Independência do Conselho de Administração			
	2006	2007	2008	2009
Sector Financeiro	55%	0%	55%	50%
Outras	50%	50%	46%	57%

Fonte: Dados da pesquisa

A independência do conselho de administração ao longo dos quatro anos predomina entre 56% a 57%. Excepcionalmente em 2007, as empresas do sector financeiro observaram uma independência insignificante tendendo para zero. Esta redução deveu-se ao principalmente ao início da crise financeira e a redução elevada do número de administradores não executivos no BCP.

Em termos gráficos temos:

Gráfico 1. Independência do Conselho de Administração



Fonte: Dados da pesquisa

O gráfico 1 mostra que, com exceção a 2007, o peso dos administradores independentes é cada vez mais elevado, o mesmo não acontece com as empresas do sector financeiro.

Alguns autores defendem que a existência de administradores independentes é uma das formas de proteger os interesses dos accionistas e as outras partes interessadas (Bhagat e Black 1999).

De seguida é apresentada a evolução da percentagem anual de conselhos de administração independentes em termos médios, sem considerar a separação sectorial.

Quadro 3. Percentagem de membros independentes nos conselho de administração

Ano	2006	2007	2008	2009
Percentagem	53%	25%	50%	54%

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com o quadro 3, o grau de independência do conselho de administração aumentou de 2006 a 2009 de 53% para 54%. Este aumento observou uma forte quebra no ano de 2007, ano em que o grau de independência total foi de 25%. Esta quebra deveu-se a redução do número de administradores não executivos no conselho de

administração em algumas empresas neste ano, destacando-se as empresas BCP, PT, INAPA e Média Capital.

3.4.1.2. Variáveis de Desempenho

O conselho de administração é um dos instrumentos de eficiência do governo das sociedades. Uma das formas de analisar essa eficiência apontada pela literatura é ver a relação entre as variáveis de desempenho e as características do conselho de administração.

De seguida são apresentadas as variáveis de desempenho do estudo. Estas variáveis são calculadas a partir dos dados recolhidos para a pesquisa cujos valores se encontram nos quadros em anexo.

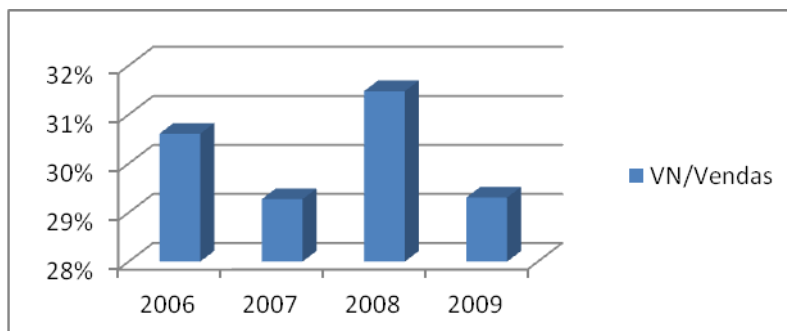
Quadro 4. Análise da variável de desempenho rotação das vendas

Empresas	VN/Activos				
	2006	2007	2008	2009	Δ Desempenho
Sector Financeiro	3%	3%	3%	3%	0%
Outras	58%	55%	60%	56%	-2%

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro 4 permite ver que, em termos médios, as empresas do sector financeiro têm uma rotação das vendas mais reduzida e mais estável do que as empresas dos sectores não financeiros, mantendo-se inalterável ao longo do período em análise. Esta grande diferença deve-se ao facto das empresas do sector financeiro geralmente não serem produtivas, o que dá lugar a uma rotação muito mais lenta do que as outras empresas.

O gráfico abaixo permite observar a evolução média da rotação das vendas da amostra ao longo dos quatro anos.

Gráfico 2. Evolução media da variável de desempenho Rotação das vendas

Fonte: Dados da pesquisa

O gráfico 3 permite ver que a variável de desempenho Volume de negócios / Activo Líquido, em termos médios, teve menor desempenho em 2007 e maior desempenho em 2008. Esse desempenho mais elevado deveu-se principalmente a percentagem obtida pelo rácio nas empresas dos sectores não financeiros (60%).

Quadro 5. Análise da variável de desempenho ROA

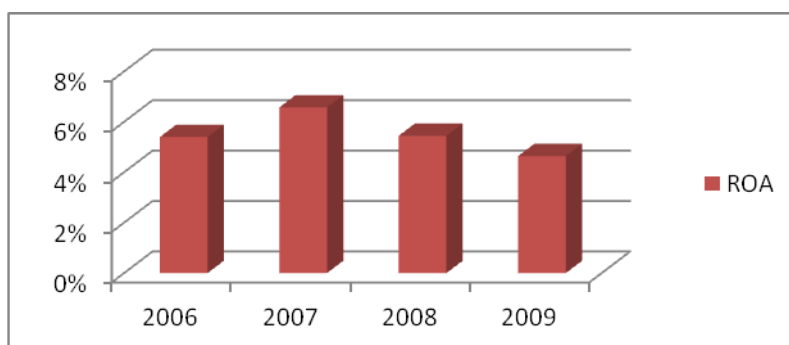
Empresas	ROA				
	2006	2007	2008	2009	Δ Desempenho
Sector Financeiro	6%	7%	6%	5%	-1%
Outras	5%	6%	5%	5%	-1%

Fonte: Dados da pesquisa

Como mostra o quadro 5 a rendibilidade do activo das empresas, em termos médios, varia de 5% a 7%. Esta variedade de valores é influenciada por algumas variáveis, com destaque os rendimentos, os gastos operacionais e a estrutura patrimonial da empresa. Tanto as empresas do sector financeiro como as empresas dos sectores não financeiros apresentaram uma maior rendibilidade dos activos em 2007 de 7% e 6% respectivamente.

O gráfico abaixo permite observar a evolução média do ROA ao longo dos quatro anos.

Gráfico 3. Evolução média da variável de desempenho ROA



Fonte: Dados da pesquisa

3.4.2. Variáveis Descritivas

Para análise dos dados foram consideradas as estatísticas descritivas das características do conselho de administração. Esta análise permite indicar a tendência central, a dispersão dos valores e os valores máximos e mínimos do tamanho e da composição do conselho de administração.

De seguida são apresentadas as estatísticas descritivas do tamanho e da composição do conselho de administração:

Quadro 6. Variáveis do Conselho de Administração

Ano	Membros	Média	Moda	Desvio Padrão	Variância	Mínimo	Máximo
2006	Executivos	5	5	2,50	6,24	1	13
	Não Executivos	4	0	4,40	19,33	0	18
	Total CA	9	9	6,04	36,44	3	31
2007	Executivos	5	5	2,36	5,56	1	13
	Não Executivos	4	0	4,33	18,74	0	17
	Total CA	9	9	5,70	32,46	3	30
2008	Executivos	5	4	2,14	4,57	2	11
	Não Executivos	5	6	4,71	22,21	0	20
	Total CA	10	9	5,52	30,45	3	27
2009	Executivos	4	3	2,17	4,71	2	11
	Não Executivos	5	5	5,14	26,42	0	23
	Total CA	9	9	6,09	37,14	3	30

Fonte: Dados da pesquisa

A partir do quadro 6 podemos verificar o seguinte:

- Os conselhos de administração das empresas cotadas na Euronext Lisbon eram maioritariamente compostos por directores executivos, tal como se verifica nos dois primeiros anos da amostra. Em 2008 a composição média tem a mesma proporção de administradores executivos e administradores não executivos³⁹. No último ano da análise a tendência inicial inverte-se, os conselhos de administração passam a ser constituídos em média maioritariamente por administradores não executivos. Esta variação pode ser vista como uma forma de aumentar a eficácia tal como defendem Fama e Jensen (1983).
- O número máximo de administradores executivos dos conselhos de administração é de 13 nos dois primeiros anos em análise e de 11 nos dois últimos observados no BES. O número máximo de administradores não executivos passa de 18 a 23 de 2006 a 2008 observados no BES e no BPI respectivamente.
- O tamanho máximo dos conselhos de administração verifica uma redução de 2006 a 2008 primeiros anos (passa de 31 membros a 27 membros) e em 2009 verifica-se um aumento (de 3 membros). Na base dessa redução inicial estava o cumprimento das recomendações da CMVM e a melhoria do desempenho como defende Jensen (1993). O aumento pode ser justificado pela necessidade de alcançar a dimensão adequada do conselho de administração;
- O mínimo de administradores não executivos é zero em todos os anos. Segundo Dave (2006) existe maior probabilidade de não se controlar o desempenho das empresas quando não existe administradores não executivos. A CMVM (2005) recomenda um conselho de administração com uma pluralidade (dependentes e independentes);
- O número mais frequente de administradores executivos no conselho de administração (moda) vai reduzindo ao longo do período em análise (passa de 5 para

³⁹ Esta composição proporcional equilibrada é defendida por alguns autores como Wagner, Stimpert e Fubara (1998) para o melhor desempenho da empresa.

3). Ao passo que, a moda do número de administradores não executivos no conselho de administração nas empresas da amostra aumenta de 2006 a 2009, passando de 0 para 5.

3.4.3. Regressão Múltipla: Análise da relação entre as Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas

De modo a responder as hipóteses do estudo, foi utilizado o método da correlação linear para analisar a associação entre as variáveis e o Modelo de Regressão Linear para analisar a sua dependência. Tendo-se estimado um modelo cross-section⁴⁰ para cada uma das amostras. Desse modo foi analisada a correlação tendo em conta os níveis de significância de 1% e 5%.

3.4.3.1. Resultados 2006

De seguida será apresentado um quadro com as correlações entre as variáveis em 2006:

Quadro 7. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2006

<i>Variáveis</i>	<i>VN/Activos</i>	<i>ROA</i>	<i>Log(tamCA)2</i>	<i>INDC</i>	<i>SA</i>
VN/Activos	1				
ROA	0,306	1			
Log(tamCA)2	-0,107	0,213	1		
INDC	0,157	0,088	0,507**	1	
SA	-0,452**	-0,298	0,394*	-0,071	1

**Significância Relevante ao nível de significância de 1%

*Significância Relevante ao nível de significância de 5%

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro 7 permite constatar o seguinte, em 2006:

1. O tamanho do conselho de administração tem uma relação inversa a rotação do activo líquido, isto é, a medida em que aumenta o número membros do conselho de administração menor é a rotação do activo, esta relação tem um coeficiente de “-0,107”.

⁴⁰ Modelo cross-section de secções cruzadas é uma metodologia utilizada para organizar os dados de um estudo quando tem uma ou mais variáveis estáticas no tempo.

2. O tamanho do conselho de administração e o ROA têm uma relação positiva com um coeficiente de “0,213”, isto é, a medida em que aumenta o tamanho do conselho de administração maior é o desempenho dos capitais totais investidos da empresa.

3. O grau de independência do conselho de administração relaciona-se com a rotação do activo líquido de forma positiva com um coeficiente de “0,157”, isto é, a medida em que aumenta o grau de independência e melhor é o desempenho da empresa.

4. O grau de independência do conselho administração tem uma fraca correlação positiva com o ROA de “0,088”, isto é, quanto mais independente for o conselho de administração maior é a rendibilidade do activo.

5. A correlação entre o sector de actividade e as variáveis de desempenho é negativa, indicando que as empresas do sector financeiro têm um menor desempenho, nomeadamente o VN/ACTIVO e ROA, do que as empresas dos sectores não financeiros.

Quadro 8. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2006 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)

V. Dependente	V. Independente	Coef. Não Padronizados		Coef. Padronizados	Stat t	Signif.
		B	Erro-Padrão	Beta		
VN/Activo	Constante	0,610	0,178	-	3,433	0,002
	Log(tamCA)2	0,007	0,221	0,007	0,033	0,974
	INDC	0,252	0,386	0,122	0,654	0,518
	SA	-0,675	0,265	-0,446	-2,546	0,016
	Estatísticas	R ²		0,220		
		R ² ajustado		0,152		
		Significância		3,204		
ROA	Constante	0,026	0,018	-	1,498	0,143
	Log(tamCA)2	0,058	0,022	0,529	2,658	0,012
	INDC	-0,045	0,038	-0,218	-1,187	0,244
	SA	-0,080	0,026	-0,522	-3,036	0,005
	Estatísticas	R ²		0,249		
		R ² ajustado		0,183		
		Significância		3,766		

Fonte: Dados da pesquisa⁴¹

⁴¹ Adaptado de Cunha (2005).

Tal como defendido por Pearce e Zahra (1992), em 2006, com significância estatística de 5% a dimensão do conselho de administração (TamCA) correlaciona-se de forma positiva com a variável de desempenho da empresa ROA.

Outro resultado relevante, é o efeito negativo que a independência do conselho de administração (INDC) tem sobre a rendibilidade do activo (ROA) com uma significância estatística abaixo de 5%. Este resultado vai de acordo com a literatura que defende que a proporção de administradores independentes não tem relação significativa com o desempenho da empresa (Hermalin e Weisbach 1991).

Para analisar a consistência do modelo foram realizados alguns testes. Para testar a independência do modelo foi utilizado o teste de Durbin-Watson. Para testar a normalidade foi realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov.

Quadro 9. Testes aos modelos estimados 2006

Modelo Teste	Independência	Normalidade	Heterocedasticidade
	Durbin-Watson	Kolmogorov-Smirnov	White
VN/Activo	2,079	0,873	0,035
ROA	2,465	1,061	0,019

Fonte: Dados da pesquisa

Em 2006, o teste de Durbin-Watson leva a rejeição da hipótese nula de autocorrelação dos resíduos dos modelos (o valor da estatística aproxima-se de 2). Os testes de Kolmogorov-Smirnov não rejeitam a hipótese nula dos resíduos dos modelos seguirem uma distribuição normal ($p > 0,05$). O teste da heterocedasticidade rejeita a homocedasticidade dos modelos, demonstrando uma qualidade inadequada dos mesmos. Foram realizadas novas regressões excluindo a variável SA, o teste de White indicou novamente que os resíduos dos modelos eram inadequados.

3.4.3.2. Resultados 2007

Os resultados das correlações em 2007 são as que se apresentam no quadro seguinte:

Quadro 10. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2007

<i>Variáveis</i>	<i>VN/Activos</i>	<i>ROA</i>	<i>Log(tamCA)2</i>	<i>INDC</i>	<i>SA</i>
VN/Activos	1				
ROA	0,703	1			
Log(tamCA)2	-0,05	0,273	1		
INDC	0,115	0,152	0,537**	1	
SA	-0,326*	-0,269	0,291	-0,199	1

**Significância Relevante ao nível de significância de 1%

*Significância Relevante ao nível de significância de 5%

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados do quadro 10 permitem constatar o seguinte em 2007:

1. A relação entre o tamanho do conselho de administração e a rotação do activo líquido tem o coeficiente negativo de “0,05”, ou seja, a medida que aumenta o número membros do conselho de administração mais baixo é o desempenho da empresa, quando medido pela rotação do activo.
2. Tal como em 2007, o aumento da dimensão do conselho de administração exerce uma influência positiva sobre o ROA. A medida em que aumentam os membros do conselho de administração maior é a rendibilidade total do activo. Esta correlação tem o coeficiente de “0,273”.
3. O grau de independência do conselho de administração e a rotação do activo líquido possuem uma relação com o coeficiente positivo “0,115”. Desse modo, a independência do conselho de administração influencia o VN/Activo em 0,115.
4. Existe uma relação com o coeficiente positivo entre o grau de independência do conselho de administração e o ROA “0,152”, isto é, quanto maior é a independência do conselho de administração maior é a rendibilidade operacional do activo.

5. É importante realçar que as correlações entre a independência do conselho de administração e as variáveis de desempenho não possuem significância estatística relevante ao nível de significância de 1% e 5%. De igual modo, a correlação entre o tamanho do conselho de administração e a rendibilidade total do activo não possui significância estatística relevante aos mesmos níveis de significância.

6. Tal como em 2006, existe uma correlação negativa entre o sector de actividade e as variáveis de desempenho.

Quadro 11. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2007 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)

V. Dependente	V. Independente	Coef. Não Padronizados	Coef. Padronizados	Stat t	Signif.
		B	Erro-Padrão	Beta	
VN/Activo	Constante	0,656	0,290	-	2,262 0,030
	Log(tamCA)2	0,194	0,390	0,108	0,497 0,622
	INDC	-0,047	0,661	-0,015	-0,072 0,943
	SA	-0,847	0,441	-0,361	-1,920 0,063
	Estatísticas	R ²		0,115	
		R ² ajustado		0,037	
		Significância		1,477	
ROA	Constante	0,022	0,020	-	1,065 0,294
	Log(tamCA)2	0,072	0,027	0,532	2,627 0,013
	INDC	-0,053	0,047	-0,227	-1,149 0,259
	SA	-0,084	0,031	-0,470	-2,693 0,011
	Estatísticas	R ²		0,237	
		R ² ajustado		0,170	
		Significância		3,529	

Fonte: Dados da pesquisa⁴²

Em 2007 verificou-se que existe uma correlação positiva entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho das empresas medido pelas variáveis VN/Activo e ROA. Tal como em 2006, a independência do CA correlaciona-se de forma negativa com o desempenho da empresa. De igual modo, o sector de actividade financeiro correlaciona-se de forma negativa com o desempenho das empresas.

⁴² Adaptado de Cunha (2005).

É importante realçar que o nível de significância das variáveis das características do conselho de administração não são significativas para a variável de desempenho VN/Activo, logo podemos dizer que este modelo não tem qualquer significância estatística.

De seguida são apresentados resultados de testes feitos aos modelos estimados, nomeadamente a autocorrelação dos resíduos, a normalidade dos resíduos e a homocedasticidade do modelo.

Quadro 12. Testes aos modelos estimados 2007

Modelo Teste	Independência	Normalidade	Heterocedasticidade
	Durbin-Watson	Kolmogorov-Smirnov	White
VN/Activo	1,992	0,350	0,238
ROA	1,830	0,218	0,025

Fonte: Dados da pesquisa

A estatística “d” de Durbin-Watson aproxima-se de 2 nos dois modelos estimados o que leva a rejeitar a autocorrelação dos resíduos do modelo. O teste normalidade de Kolmogorov-Smirnov levam a não rejeição da hipótese nula dos resíduos do modelo seguirem uma distribuição normal ($p > 0,05$).

Contrariamente ao ano de 2007, o teste da heterocedasticidade de White no modelo VN/Activo leva a não rejeitar a homocedasticidade do modelo, demonstrando a sua qualidade adequada.

3.4.3.3. Resultados 2008

Quadro 13. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2008

<i>Variáveis</i>	<i>VN/Activos</i>	<i>ROA</i>	<i>Log(tamCA)2</i>	<i>INDC</i>	<i>SA</i>
VN/Activos	1				
ROA	0,184	1			
Log(tamCA)2	-0,157	0,243	1		
INDC	0,200	0,303	0,591**	1	
SA	-0,465**	-0,178	,436**	0,026	1

**Significância Relevante ao nível de significância de 1%

*Significância Relevante ao nível de significância de 5%

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro 13 permite constatar o seguinte, em 2008:

1. A relação entre o tamanho do conselho de administração e a rotação do activo líquido tem um coeficiente negativo de “0,157”, isto é, a medida em que aumenta o número membros do conselho de administração menor é a rotação do activo.
2. O tamanho do conselho de administração e o ROA têm uma relação directa positiva de “0,243”, isto é, a quanto maior o tamanho do conselho de administração maior é o desempenho dos capitais totais investidos da empresa.
3. O grau de independência do conselho de administração e a rotação do activo líquido possuem uma relação com o coeficiente positivo de “0,200”, isto é, quanto maior for a independência melhor é o desempenho da empresa.
4. Existe uma relação positiva entre o grau de independência do conselho de administração e o ROA de “0,303”, ou seja, quanto maior é a independência do conselho de administração maior é a rendibilidade operacional do activo.
5. Por fim, o sector de actividade nos apresenta uma correlação positiva entre as empresas do sector financeiro e o desempenho da empresa, caracterizado pelas variáveis VN/Activo e ROA.

Tal como podemos ver no quadro acima as estatísticas das características do conselho de administração não são estatisticamente significativas.

Quadro 14. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2008 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon)

V. Dependente	V. Independente	Coef. Não Padronizados	Coef. Padronizados	Stat t	Signif.
		B	Erro-Padrão	Beta	
VN/Activo	Constante	0,629	0,191	-	3,288 0,002
	Log(tamCA)2	-0,195	0,256	-0,162	-0,765 0,450
	INDC	0,663	0,413	0,307	1,605 0,118
	SA	-0,613	0,261	-0,403	-2,349 0,025
	Estatísticas	R ²		0,274	
		R ² ajustado		0,210	
		Significância		4,281	
ROA	Constante	-0,022	0,027	-	-0,817 0,420
	Log(tamCA)2	0,047	0,036	0,300	1,318 0,196
	INDC	0,038	0,058	0,134	0,657 0,516
	SA	-0,062	0,036	-0,312	-1,703 0,098
	Estatísticas	R ²		0,169	
		R ² ajustado		0,960	
		Significância		2,306	

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro acima mostra que a variável de desempenho VN/Activo apresenta um modelo estatístico significativo em 2008. Contrariamente, o resultado operacional do activo apresenta um modelo com estatísticas não significativas.

A dimensão do conselho de administração (TamCA) está negativamente correlacionado com a rotação do activo por via das vendas (VN/Activo) a um nível de significância estatística de 5%.

Outro resultado importante é a correlação positiva verificada entre a independência do conselho de administração (INDC) e as variáveis de desempenho, tal como defendem Bhagat e Black (1999). De referir que em relação a variável de desempenho ROA, a correlação existente com as variáveis de desempenho não são significativas.

Para analisar a consistência do modelo foi realizado o teste independência de Durbin-Watson, teste da normalidade de Kolmogorov-Smirnov e o teste da heterocedasticidade de White.

Quadro 15. Testes aos modelos estimados 2008

Modelo Teste	Independência Durbin-Watson	Normalidade Kolmogorov-Smirnov	Heterocedasticidade White
VN/Activo	2,369	0,566	0,011
ROA	2,166	0,224	0,094

Fonte: dados da pesquisa

Como podemos ver no quadro acima, o teste de independência de Durbin-Watson leva a rejeitar a hipótese nula da autocorrelação dos resíduos dos modelos. Verificamos também que, a um nível de confiança de 95%, o teste da normalidade leva a não rejeitar a hipótese nula dos resíduos do modelo seguirem uma distribuição normal. Podemos verificar ainda que os resultados do teste de White levam rejeição da hipótese de existência de heterocedasticidade no modelo VN/Activo, o que demonstra que o mesmo possui uma qualidade adequada.

3.4.3.4. Resultados 2009

Quadro 16. Correlação Entre as Variáveis do Conselho de Administração e as Variáveis de Desempenho 2009

Variáveis	VN/Activos	ROA	Log(tamCA)2	INDC	SA
VN/Activos	1				
ROA	0,474**	1			
Log(tamCA)2	-0,215	0,178	1		
INDC	0,221	0,293	0,549**	1	
SA	-0,486**	-,323*	0,422**	-0,02	1

**Significância Relevante ao nível de significância de 1%

*Significância Relevante ao nível de significância de 5%

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro 8.1 permite constatar o seguinte, em 2009:

1. A relação entre o tamanho do conselho de administração e a rotação do activo líquido tem um coeficiente negativo de “0,215”, isto é, quanto maior for o número membros do conselho de administração mais lenta é a rotação do activo.

2. O tamanho do conselho de administração e o ROA têm uma relação positiva de “0,178”, isto é, a medida em que aumenta o tamanho do conselho de administração maior é o desempenho dos capitais totais investidos da empresa.

3. O grau de independência do conselho de administração e a rotação do activo líquido possuem uma relação com o coeficiente positivo de “0,221”, isto é, à medida que aumenta o grau de independência melhor é o desempenho da empresa.

4. Existe uma relação positiva entre o grau de independência do conselho de administração e o ROA de “0,293”, isto é, quanto maior é a independência do conselho de administração maior é a rentabilidade operacional do activo.

5. O sector de actividade apresenta correlação significativa negativa com as variáveis de desempenho ao nível de significância de 1% e 5%.

Tal como em 2008, os resultados no quadro acima nos mostram que as estatísticas das características do conselho de administração não são estatisticamente significativas nos modelos das variáveis de desempenho da empresa.

Quadro 17. Relação entre as características do conselho de Administração e o desempenho da empresa 2009 (38 empresas cotadas na Euronext Lisbon).

V. Dependente	V. Independente	Coef. Não Padronizados B	Coef. Padronizados Beta	Erro-Padrão	Stat t	Signif.
VN/Activo	Constante	0,612	-	0,164	3,726	0,001
	Log(tamCA)2	-0,255	-0,249	0,203	-1,253	0,219
	INDC	0,661	0,351	0,340	1,943	0,060
	SA	-0,506	-0,374	0,225	-2,249	0,031
	Estatísticas	R ²	0,313			
		R ² ajustado	0,252			
		Significância	5,159			
ROA	Constante	0,011	-	0,015	0,760	0,453
	Log(tamCA)2	0,027	0,303	0,018	1,443	0,158
	INDC	0,019	0,118	0,031	0,618	0,541
	SA	-0,052	-0,449	0,020	-2,557	0,015
	Estatísticas	R ²	0,234			
		R ² ajustado	0,166			
		Significância	3,457			

Fonte: Dados da pesquisa

No último ano da análise, podemos verificar que a variável de desempenho VN/Activo apresenta um modelo estatístico significativo a semelhança dos outros anos.

Um resultado relevante é apresentado pelo tamanho do conselho de administração (TamCA), com um coeficiente negativo no primeiro modelo, o que permite afirmar que possui uma relação inversa com o desempenho da empresa a um nível de significância de 5%. A semelhança dos outros anos este resultado altera-se no segundo modelo.

A independência do conselho de administração (INDC) influencia positivamente a rotação do activo (VN/Activo) e a rentabilidade do activo (ROA), com uma significância estatística de 5% (Bhagat e Black, 1999).

De seguida são apresentados os resultados dos testes realizados aos modelos estimados.

Quadro 18. Testes aos modelos estimados 2009

Modelo Teste	Independência	Normalidade	Heterocedasticidade
	Durbin-Watson	Kolmogorov-Smirnov	White
VN/Activo	2,372	0,589	0,005
ROA	2,427	0,354	0,027

Fonte: Dados da pesquisa

O quadro acima permite ver que os resultados do teste de independência levam a rejeitar a hipótese nula da autocorrelação dos resíduos do modelo. Verificamos ainda que o teste de normalidade a 95% de confiança leva a não rejeitar a hipótese da normalidade dos resíduos dos dois modelos. Os resultados do teste de White levam rejeição da existência de heterocedasticidade nos dois modelos estimados.

CAPÍTULO 4. CONCLUSÃO E FUTURAS INVESTIGAÇÕES

O objectivo central da pesquisa foi analisar se existe relação entre as variáveis de desempenho e as características do conselho de administração nas empresas cotadas na Euronext Lisbon no período de 2006 a 2009. Foram consideradas duas variáveis do conselho de administração, nomeadamente, o tamanho do conselho de administração e o seu grau de independência. Também foi considerado o sector de actividade financeiro como variável dummy pelas características específicas desse sector.

A variável “tamanho do conselho de administração” (TamCA) apresenta resultados importantes. Esta variável apresenta uma correlação negativa com a rotação do activo (VN/Activo) nos anos de 2006 a 2009, quanto maior for o número de membros menor é o desempenho da empresa, tal como defendem alguns autores Yermack (1996) e Eisenberg, Sundgren e Wells (1998). Os resultados foram consistentes nos quatro anos, com menor significância em 2007 e com maior significância em 2009. De forma inversa, a variável TamCA tem uma correlação positiva com a rendibilidade do activo total (ROA) nos quatro anos, evidenciando que quanto maior o número de membros no conselho de administração maior é a rendibilidade do activo da empresa, tal como defendem Dalton e Daily (2000). Este resultado foi consistente nos 4 anos, com maior significância em 2007.

A variável independência do conselho de administração (IndC) também apresenta resultados muito importantes. Ao longo dos quatro anos esta variável apresenta uma correlação positiva com as variáveis do desempenho tal como defendem Bhagat e Black, 1999. Estes resultados vão de acordo com as recomendações da CMVM e a literatura.

Verificou-se que, ao longo dos quatro anos, os modelos estimados apresentam estatísticas não muito significativas o que leva a concluir que não existe uma forte relação entre as características do conselho de administração e as variáveis de desempenho.

Os resultados obtidos são consistentes em todos os anos, com maior instabilidade em 2007. Esta instabilidade nos resultados de 2007 deveu-se as variâncias de resultados das empresas consequentes da turbulência do mercado ocorrida nesse período. Houve uma evolução significativa dos resultados em 2008 e 2009, o que sugere uma maior adopção das recomendações da CMVM e das práticas de governo das sociedades. De maneira geral, as variáveis de desempenho apresentam uma relação com as variáveis do conselho de administração que representem o governo das sociedades, porém a estatísticas não são significativas. Esta relação apresenta valores mais significativos para a variável de desempenho rotação do activo do que para o ROA. Estas constatações sugerem que o governo das sociedades afecta cada vez mais a percepção dos investidores e a avaliação dos mercados.

Os resultados obtidos para a amostra podem ser extrapolados para a universo das empresas do índice em análise, visto que a amostra representa 75% das empresas do universo, aceitando-se portando a sua representatividade. Estes resultados estão limitados a realidade de Portugal, sem a intenção de extrapolação para outros países. Tal efeito, não exclui a possibilidade de serem encontrados resultados semelhantes, principalmente nos países europeus com a vertente continental.

As conclusões retiradas da amostra são consequência da metodologia utilizada e das escolhas no seu decurso. Neste estudo preferiu-se dividir a amostra em empresas do sector financeiro e não financeiro pela especificidade do sector financeiro. Esta separação permitiu observar que tendo em conta as variáveis de desempenho escolhidas, as empresas do sector financeiro têm um menor desempenho do que as outras empresas.

Novos estudos podem ser realizados para analisar a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho da empresa, considerando um horizonte temporal mais alargado ou diferente do considerado ou a divisão da amostra por empresas do psi20 e as que não pertencem a este índice. Podem ainda ser incluídas outras variáveis na pesquisa, tais como ROE e o valor de mercado das acções.

Dada a magnitude do tema governo das sociedades outros estudos podem ser realizados em Portugal de modo a responder as seguintes questões:

- Qual a relação entre a alteração da composição do conselho de administração e o valor da empresa no mercado?
- Qual a relação entre a independência do conselho de administração e o nível de transparência?
- Qual o relação entre a estratégias adoptadas pelas empresas e as características do conselho de administração?
- Quais os determinantes da transparência e a sua relação com o valor da empresa?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, F., Almeida, L., Ness jr, W. (2002). “A Governança Corporativa no Sector De Telecomunicações Brasileiro: Encontro Brasileiro De Finanças. Rio de Janeiro: Ibemec.
- Alves, C. and Mendes V. (2004). “Corporate Governance Policy And Company Performance”: The Case Of Portugal: Corporate Governance: An International Review. Vol. 12; Nº 3, p. 290-301.
- Bhagat, S. and Black, B. (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance: Business Lawyer. V. 54, p. 921-963.
- Charreaux, G. (2000). Le Conseil D’administration Dans les Théories de la Gouvernance. Dossier: Conseil D’administration: Organe De Contrôle E De Protection e des Actionnaires. P 6-17.
- Comissão de Mercados dos Valores Mobiliários (2006). Relatório Sobre A Divulgação Da Informação Relativa Ao Governo Das Sociedades. Lisboa: CMVM.
- Comissão de Mercados dos Valores Mobiliários (2007). Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Lisboa: CMVM.
- Comissão de Mercados dos Valores Mobiliários (2008). Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Lisboa: CMVM.
- Código Aldama (2003). Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas. Madrid.
- Daves, A. (2006). Governo das Sociedades: Boas Práticas do Governo das Sociedades. Monitor.
- Davis, G. (2005). New Directions in Corporate Governance, Annual Review Of Sociology: University of Michigan Business School. Michigan. Vol 31 p. 142-163.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983). Separation Of Ownership And Control: Journal Of Law and Economics 26, p. 301-325.
- Fernandes, N. (2008). “Ec: Board Compensation And Firm Performance: The Role Of “Independent” Board Members”. Journal Of Multinational Financial Management. Vol.18, p. 30-44.
- Garcia, F. A. (2005). Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Univ. Federal Do Rio De Janeiro.
- Gingliger, E. (2002). «L’actionnaire Comme Contrôleur».Revue Française de Gestion p. 37-56.

Godard, L. e Schatt, A. (2000). «Quelles Sont les Caractéristiques Optimales du Conseil D'administration?»: Revue du Financier p. 36-47.

Haid, A. and Yurtoglu, B. (2006). “Ownership Structure and Executive Compensation in Germany”: working paper.

Heidrick & Struggles (2003). “Is Your Board Fit for the Global Challenge?”: Corporate Governance in Europe. London.

Henriques, P. And Matos, P.(2010). Coaching and Effectiveness: Lesson From Reality: Business and Management 2010. 6th International Scientific Conference. Vilnius, Lithuania.

Jensen, M. (1993). «The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems»: Journal of Finance; 48(3), pp. 831-880.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976). “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”: Journal of Financial Economics. v.3, p. 305-360.

Judge, Q. e Zeithaml, P. (1992). «Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process»: Academy Of Management Journal 35(4), p. 766-794.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A. (1999). «Corporate Ownership Around the World»;Journal of Finance, vol. 54, nº2, p. 471-518.

La Porta, R., Lopez-de-silanes F., Shleifer A. e Vishiny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance: Journal of Financial Economics. V. 58, P. 3-27.

Lethbridge, E. (1997) “Governança Corporativa”: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Acesso Em: 23 Abr. 2010.

Macavoy, P., Cantor, S., Dana, J. And Peck, S. (1983). All Proposals for Increased Control of the Corporation by the Board of Directors: An Economic Analysis in Statement of The Business Roundtable on The American Law Institute's Proposed.

Matos, P.. e Soares, C. (2008), “Justificações Económicas e Éticas para a divulgação das Remunerações dos Membros do Board: 2º Encontro Luso-Brasileiro de Estratégia. ISCTE-Instituto Universitáriode Lisboa.

Matos, P. (2010). A Relação Entre Accionistas e os Gestores das Sociedades Cotadas: Alguns Problemas E Soluções. Cadernos CMVM. Lisboa.

Neves, J. (2001). Avaliação do Desempenho Económico. Instituto Superior de Economia r Gestão:Departamento de Gestão. Lisboa.

Nunes, P. (2006). Corporate Governance: Direito Comercial; Almedina. Lisboa.

OCDE (2004). *Oecd Principles Of Corporate Governance*. Oecd Publications Service. France.

Okimura, R. (2003). *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor E Desempenho das Empresas no Brasil*. Faculdade de Economia, Administração E Contabilidade. Universidade De São Paulo. São Paulo.

Pearce, J. and Zahra, S. (1992). Board Composition From a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies* 29(4), p. 411-438.

Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). “Why Do Companies Go Public”: An Empirical Analysis. *Journal Of Finance*; V. 53, N. 1, P. 27-64.

Pindyck, R. and Rubinfeld, D. (1998). “Econometric Models and Economic Forecasts”; Ma: Irwin/Mcgraw-Hill. 4th Edition. Boston.

Regulamento da CMVM n.º 1/2010 Governo das Sociedades Cotadas

Regulamento da CMVM n.º 1/2007 Governo das Sociedades Cotadas

Regulamento da CMVM n.º 4/2004 Governo das Sociedades

Regulamento da CMVM n.º 7/2001 Governo das Sociedades Cotadas

Regulamento da CMVM n.º 10/2005 Governo das Sociedades Cotadas

Regulamento da CMVM n.º 11/2003 Governo das Sociedades Cotadas

Rodrigues, J. (2006). *Estrutura da Propriedade, Estrutura de Capital e Criação de Valor: Uma Abordagem ao Sector Da Construção e Obras Públicas no Período 1986-2000, Em Portugal*». Tese De Doutoramento. Iscte. Lisboa.

Rodrigues, J. (2008). O Conselho De Administração nas Empresas Familiares. *Revista Brasileira de Gestão*; p. 56-66.

Santos, F. (2004). *Trends and Priorities in Corporate Governance Development - Moscow, First International Conference On Corporate Governance and Economic Growth In Russia*. Moscow.

Santos, F. (2003). *A Informação, a Gestão e as Empresas Cotadas na Perspectiva do Governo das Sociedades, CMVM*, Lisboa.

Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A Survey Of Corporate Governance. *The Journal of Finance*; P. 737–783.

Silva, J., Antas, L., Sá Costa, M. e Silveira, R. (2007). *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*. Instituto Português de Corporate Governance. Lisboa.

Silveira, A. (2002). "Governança Corporativa, Desempenho e Valor Da Empresa no Brasil". Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.

Spira, L. e Bender, R. (2004). «Compare and Contrast: Perspectives On Board Committees»: Corporate Governance an International Review p. 489-499.

Steinberg, H. (2003). A Dimensão Humana da Governança Corporativa: Pessoas Criam as Melhores e as Piores Práticas. São Paulo.

Wagner, J., Stimpert, J., and Fubara, E. (1998). Board Composition and Organizational Performance: Two Studies Of Insider/Outsider Effects. Journal Of Management Studies. V. 35, N. 5, p. 655-677.

Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. Journal af Financial Economics 20; p431-460.

Wood Jr., T., e Picarelli Filho, V (2004). Remuneração Estratégica: A Nova Vantagem Competitiva; Atlas; São Paulo.

Yermack, D. (1996). Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors. Journal of Financial Economics p. 185-212.

ANEXOS

Anexo1.Quadro com os dados Gerais recolhidos 2006

						(milhares de euros)
	Nº de membros			Total Activo	Vendas+Prest. Serv./Prod. Bancário	RO EBIT
	Exec.	Não Exec.	Total			
Sonae SGPS	4	5	9	6321100	4383800	357200
Sonae Industria	5	5	10	2155958	1699315	120059
Mota-Engil SGPS SA	6	3	9	1734992	1308233	84193
Semapa	7	6	13	3535879	466376	105015
REN	5	8	13	3905632	387720	608906
BES	13	18	31	59139000	1704800	813500
Jerónimo Martins	3	6	9	2604721	4407175	215797
BPI	7	14	21	35565483	1018086	441722
Galp Energia	7	11	18	5241810	12192738	968164
Brisa	5	6	11	4439068	559573	292013
TD	8	1	9	2733986	755859	87369
Sonaecom	5	6	11	1720189	836041	17761
BCP	9	11	20	79045467	2690229	821237
Cimpor	5	6	11	3857811	1638892	408050
Portucel / Soporcel	5	2	7	2292727	1080659	209311
PT	7	14	21	14171249	5672119	977076
ZON Multimedia	5	6	11	975177	656931	110938
EDP	7	7	14	25469000	10349826	1253036
BANIF	7	0	7	6700066	194909	44243
Altri	5	0	5	773924	285691	43662
Cofina	5	0	5	216516	114440	14661
Compta	1	3	4	23928	13952	-3544
Corticeira Amorim	3	4	7	561588	442552	34151
Estoril Sol	9	0	9	418822	225924	17966
Finibanco	5	0	5	2246263	137148	25920
Fisipe	3	2	5	66218	106070	2407
Glintt (Pararede)	2	3	5	77305	51950	1126
Grão-Pará	2	1	3	113022	7627	3728
Ibersol	2	1	3	191634	166303	17766
Impresa	3	2	5	501783	255238	32850
Inapa	3	6	9	786255	1077161	20021
Lisgráfica	3	0	3	61069	33924	-489
Media Capital	2	7	9	348641	198452	32867
Novabase	9	4	13	175459	261503	8605
Orey Antunes	3	0	3	67036	63802	2689
Reditus	5	0	5	35241	25458	1677
SAG	5	4	9	776712	733860	48169
Soares da Costa	3	3	6	644050	562296	27572

Fonte: Dados da Pesquisa

Anexo 2. Quadro com os dados Gerais recolhidos 2007

						(milhares de euros)
	Nº de membros			Total Activo	Vendas+Prest. Serv./Prod. Bancário	RO EBIT
	Exec.	Não Exec.	Total			
Sonae SGPS	4	5	9	6862419	4417300	450141
Sonae Industria	5	5	10	2167781	2066285	205034
Mota-Engil SGPS SA	6	3	9	3386326	1401900	148186
Semapa	7	6	13	3257140	1435374	303291
REN	5	6	11	3969534	554692	264990
BES	13	17	30	68354713	2449400	1969305
Jerónimo Martins	3	6	9	3127063	5349678	225180
BPI	7	14	21	40545949	1215528	432536
Galp Energia	7	10	17	5674415	12560113	935591
Brisa	5	8	13	5359047	622638	281412
TD	8	1	9	3222510	1011513	69906
Sonaecom	5	5	10	1758612	892694	22011
BCP	9	0	9	88166161	2720017	629269
Cimpor	5	6	11	4833968	1966057	438130
Portucel / Soporcel	5	4	9	2458663	1147395	260323
PT	7	8	15	13122200	6184400	915700
ZON Multimedia	4	9	13	1000100	710072	73517
EDP	7	15	22	31484000	11010778	1560329
BANIF	7	0	7	10761000	48207	34608
Altri	5	0	5	1056119	280521	57954
Cofina	5	0	5	373140	121356	16935
Compta	1	4	5	26310	12527	-1747
Corticeira Amorim	3	4	7	596014	453770	36986
Estoril Sol	9	0	9	358228	253453	27049
Finibanco	5	0	5	2897614	177189	37422
Fisipe	3	2	5	63857	98698	-763
Glintt (Pararede)	5	0	5	105391	58449	2631
Grão-Pará	2	1	3	106348	3530	-3470
Ibersol	2	1	3	208144	203382	21956
Impresa	3	3	6	501783	268678	39947
Inapa	3	4	7	855649	1057213	35549
Lisgráfica	3	0	3	56377	34112	-4211
Media Capital	3	4	7	412936	204097	34397
Novabase	7	4	11	59220	270067	16945
Orey Antunes	3	0	3	75155	71218	4403
Reditus	5	0	5	34918	29845	2530
SAG	5	4	9	844004	739062	66406
Soares da Costa	3	3	6	812797	550541	23492

Fonte: Dados da Pesquisa

Anexo 3. Quadro com os dados Gerais recolhidos 2008

						(milhares de euros)
Empresas	Nº de membros			Total Activo	Vendas+Prest. Serv./Prod. Bancário	RO EBIT
	Exec.	Não Exec.	Total			
Sonae SGPS	4	4	8	7306190	5353104	175133
Sonae Industria	4	5	9	1921269	1769053	-22542
Mota-Engil SGPS SA	7	6	13	3709651	1868731	192740
Semapa	7	6	13	3280478	1441740	216909
REN	7	6	13	3823007	494431	236955
BES	11	15	26	75186728	1908401	886954
Jerónimo Martins	3	6	9	3726565	6893737	302815
BPI	7	20	27	43003399	1181773	484120
Galp Energia	6	11	17	6623000	15085783	167325
Brisa	5	8	13	5593808	632645	276575
TD	8	1	9	3178037	1291073	131094
Sonaecom	5	7	12	1973441	976220	2810
BCP	9	0	9	94423724	2602000	331336
Cimpor	5	6	11	4615255	2088862	392642
Portucel / Soporcel	5	4	9	2451338	1131936	181131
PT	4	17	21	13714395	6610762	1056698
ZON Multimedia	4	12	16	1323095	773081	99954
EDP	7	0	7	35744969	13894063	1929994
BANIF	7	4	11	10832883	294642	26211
Altri	5	0	5	1114851	255479	37862
Cofina	4	0	4	243717	122575	16759
Compta	4	1	5	25303	20376	1058
Corticeira Amorim	3	4	7	574722	468289	25545
Estoril Sol	9	0	9	343926	258059	4866
Finibanco	5	6	11	3082556	139698	-57562
Fisipe	3	2	5	64295	99756	-1635
Glintt (Pararede)	4	5	9	198662	132344	7613
Grão-Pará	2	1	3	93056	2621	-4316
Ibersol	2	1	3	212481	214556	23626
Impresa	3	5	8	519071	269489	-4953
Inapa	2	6	8	762811	1052095	40302
Lisgráfica	3	0	3	74916	36024	-22903
Media Capital	3	6	9	448124	269791	38525
Novabase	7	4	11	203210	292047	15249
Orey Antunes	3	2	5	77077	75250	4399
Reditus	5	2	7	130062	107456	8186
SAG	5	4	9	895706	946532	77674
Soares da Costa	4	5	9	1380360	868232	51172

Fonte: Dados da Pesquisa

Anexo 4. Quadro com os dados Gerais recolhidos 2009

						(milhares de euros)
	Nº de membros			Total Activo	Vendas+Prest. Serv./Prod. Bancário	RO EBIT
	Exec.	Não Exec.	Total			
Sonae SGPS	4	5	9	7551624	5665177	312899
Sonae Industria	3	5	8	1602386	1282883	-1889
Mota-Engil SGPS SA	6	8	14	4614131	2131245	172358
Semapa	7	6	13	3373459	1416431	154218
REN	6	8	14	4294113	551478	249454
BES	11	16	27	82297200	2419418	1310548
Jerónimo Martins	3	7	10	3824427	7317108	349841
BPI	7	23	30	47449179	1164813	489799
Galp Energia	6	11	17	7242446	12008345	458776
Brisa	5	7	12	5277246	644801	222892
TD	8	0	8	3512519	1282493	153841
Sonaecom	3	7	10	1920107	949401	23895
BCP	9	0	9	95550410	2493200	154327
Cimpor	5	8	13	4927362	2085498	376901
Portucel / Soporcel	5	4	9	2561158	1095309	132079
PT	7	18	25	14831206	6676618	910659
ZON Multimedia	4	12	16	1479183	818200	76690
EDP	7	0	7	40261557	12198183	1969567
BANIF	7	4	11	11568615	319871	13273
Altri	5	0	5	1123524	275650	12456
Cofina	5	1	6	247494	118127	18422
Compta	4	1	5	26288	30120	1109
Corticeira Amorim	3	4	7	524730	415210	17935
Estoril Sol	9	0	9	321684	230950	16236
Finibanco	5	5	10	3155237	167079	5573
Fisipe	3	2	5	60957	84878	3984
Glintt (Pararede)	3	6	9	198926	115415	5607
Grão-Pará	2	1	3	84652	2295	-6099
Ibersol	2	1	3	222148	207342	22253
Impresa	3	5	8	503977	248092	23873
Inapa	2	5	7	699967	946294	29999
Lisgráfica	3	0	3	70930	35674	-6732
Media Capital	3	5	8	437591	244387	37598
Novabase	5	7	12	194764	241414	16622
Orey Antunes	3	2	5	78419	61684	2575
Reditus	3	6	9	143778	104248	6729
SAG	4	4	8	957496	873553	95106
Soares da Costa	5	3	8	1524054	952390	49335

Fonte: Dados da Pesquisa